



Determinantes da Política de Dividendos:
Um estudo em período de crise para as empresas do PSI-20

Pedro Miguel da Cruz Vieira

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Contabilidade e Finanças

Porto – 2016

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO



Determinantes da Política de Dividendos:

Um estudo em período de crise para as empresas do PSI-20

Pedro Miguel da Cruz Vieira

Dissertação de Mestrado

**Apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para
a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação do
Professor Doutor Luís Miguel Pereira Gomes**

“Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri”

Porto – 2016

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**

Resumo

A política de dividendos é um tema longe de ser consensual na comunidade científica, onde apesar do intensificar do estudo realizado nas últimas décadas, continua a não ser possível identificar teorias universalmente aceites. Com este trabalho pretendemos identificar quais as variáveis empresariais e macroeconómicas passíveis de serem consideradas como determinantes explicativas da política de dividendos das empresas cotadas no PSI-20. A análise incidiu sobre o período 2006-2015, dividindo-o em três diferentes fases: 2006-2008, 2009-2012 e 2013-2015, permitindo desta forma a introdução neste estudo da crise financeira iniciada em 2008, observando o seu impacto a nível das determinantes obtidas. Em termos empíricos o modelo definido foi estimado através do método OLS com tratamento de dados em painel.

Após a análise dos resultados obtidos, concluiu-se que as variáveis: dividendo por ação do ano anterior, resultado líquido, rendibilidade do ativo, endividamento, liquidez, dimensão e oportunidades de crescimento e investimento são determinantes da política de dividendos para pelo menos uma das fases analisadas. Neste trabalho optou-se pela introdução no estudo empírico de variáveis macroeconómicas, uma abordagem quase inexistente na literatura nacional. Nesse sentido, observou-se que a taxa de juro dos depósitos empresariais é uma das determinantes da definição da política de dividendos por parte dos gestores destas empresas. Para a fase intermédia observou-se que apenas a variável dividendo por ação do ano anterior possuiu significância estatística, confirmando-se uma rutura a nível de determinantes provocada pela crise financeira de 2008. Esta rutura permite concluir que em tempos de dificuldade económica, onde os indicadores económico-financeiros tendem a degradar-se, os gestores tendem a secundarizar essas variáveis, anteriormente consideradas determinantes, privilegiando a manutenção de uma política de dividendos estável.

Palavras-chave: dividendos, determinantes, crise, estabilidade

Abstract

The dividend policy is a topic far from consensus in the scientific community, where despite the increase of the studies conducted over the last few decades, it's still not possible to identify generally accepted theories. With this paper, we intend to identify which business and macroeconomic variables can be considered as determinants of dividend policy of the listed companies in the PSI-20. The analysis focused on the 2006-2015 period, dividing it into three different phases: 2006-2008, 2009-2012 and 2013-2015, allowing the introduction in this study of the financial crisis of 2008, observing its impact in the determinants obtained. In empirical terms the model obtained was estimated by OLS with panel data.

After the analysis of the obtained results it was concluded that the variables: dividend per share in the past year, net profit, return on assets, debt, liquidity, size, growth and investment opportunities are determinants of dividend policy for at least one of the phases examined. In this work we opted for introducing macroeconomic variables in the empirical study, an approach almost non-existent in the national literature. In this regard, it was observed that the interest rate business deposits is one of the determining factors in the definition of dividend policy. For the intermediate stage noted that only the variable dividend per share in the past year preserved statistical significance, confirming a disruption at the level of the determinants caused by the financial crisis of 2008. This disruption leads to the conclusion that in times of economic difficulty, where the economic and financial indicators tend to deteriorate, managers tend to neglect these variables, previously considered decisive, favoring the maintenance of a stable dividend policy.

Keywords: dividends, determinants, crisis, stability

Agradecimentos

A entrega desta dissertação marca o fim de um período de dois anos de muito trabalho, esforço, empenho, dificuldades, mas também de muita alegria e de evolução a nível pessoal.

Em primeiro lugar, preciso de agradecer à minha família, aos meus pais, ao meu irmão e aos meus avós por todo o apoio e compreensão neste período cheio de ausências.

Ao professor Luís Gomes, um obrigado muito especial por toda a orientação, suporte e preciosos conselhos com o qual me agraciou ao longo de todo este percurso, o que, sem dúvida, permitiu que completasse com sucesso mais esta etapa.

Por fim, não poderia terminar sem um agradecimento especial à minha companheira Carla, iniciámos e terminámos esta caminhada juntos e certamente muitas outras se seguirão.

Muito obrigado a todos!

Lista de Abreviaturas

BCP- Banco Comercial Português

BPI – Banco Português de Investimento

EDP – Energias de Portugal

FE – Fixed Effects

M&M – Modigliani e Miller

PIB – Produto Interno Bruto

PIGS – Portugal, Italy, Greece and Spain

PSI-20 – Portuguese Stock Index

OLS – Ordinary Least Squares

RE – Random Effects

REN – Redes Energéticas Nacionais

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

Índice geral

Resumo	ii
Abstract.....	iii
Agradecimentos	iv
Lista de Abreviaturas.....	v
Índice geral	vi
Índice de quadros.....	viii
Índice de gráficos.....	ix
INTRODUÇÃO.....	1
PARTE I – REVISÃO DA LITERATURA.....	5
1. Dividendos: Conceito e medidas	6
2. Política de Dividendos: Teorias.....	8
2.1 Teoria da irrelevância da política de dividendos	8
2.2. Teoria dos efeitos fiscais.....	9
2.3. Teoria residual	10
2.4. O efeito-clientela.....	10
2.5. Teoria da agência	12
2.6. Teoria da sinalização	13
2.7. Teoria do pássaro na mão	15
2.8. Teoria do ciclo de vida.....	15
2.9. Teoria do catering	16
2.10. Teoria comportamental	17
3. Fatores determinantes da política de dividendos	18
3.1. Fatores determinantes empresariais	18
3.2. Fatores determinantes macroeconómicos	24
4. Alternativa à distribuição de dividendos: recompra de ações	27
5. Efeitos da crise financeira no comportamento dos agentes económicos.....	30
PARTE II – ESTUDO EMPÍRICO.....	36
6. Objetivos do estudo empírico	37
7. Levantamento das hipóteses de trabalho	38
8. Amostra e Dados	38
9. Definição das Variáveis / Determinantes a testar.....	40
10. Método de estimação	45

11. Resultados e Discussão.....	46
CONCLUSÃO.....	60
Referências Bibliográficas.....	64

Índice de quadros

Quadro 1 – Amostra das empresas do PSI-20	39
Quadro 2 – Variáveis a testar	44
Quadro 3 – Matriz de correlações de Pearson	47
Quadro 4 – Variáveis independentes finais a introduzir no modelo de estimação.....	48
Quadro 5 – Estatísticas descritivas para o período 2006-2008.....	49
Quadro 6 – Estatísticas descritivas para o período 2009-2012.....	49
Quadro 7 – Estatísticas descritivas para o período 2013-2015.....	50
Quadro 8 – Comparativo de estatísticas descritivas	50
Quadro 9 – Teste F para decisão entre modelo OLS ou com efeitos fixos	52
Quadro 10 – Modelo OLS estimado para o período 2006-2015	53
Quadro 11 – Modelo OLS estimado para o período 2006-2008	55
Quadro 12 – Modelo OLS estimado para o período 2009-2012	56
Quadro 13 – Modelo OLS estimado para o período 2013-2015	57
Quadro 14 – Determinantes da política de dividendos por horizonte temporal	58

Índice de gráficos

Gráfico 1. Taxa de crescimento real e défice em % do PIB português	32
Gráfico 2. Dívida bruta das Administrações Públicas em % do PIB	32
Gráfico 3. Taxa de crescimento anual para o Consumo e Investimento Privados	33
Gráfico 4. Taxa de variação do montante de crédito concedido	34
Gráfico 5. Cotação do índice bolsista PSI-20.....	35

INTRODUÇÃO

Desde o início da segunda metade do século XX que têm sido produzidas diversas teorias resultantes de um estudo intensivo sobre os dividendos e as políticas subjacentes aos mesmos. A grande explosão científica deu-se nas décadas de 50 e 60, com os trabalhos desenvolvidos inicialmente por Lintner (1956) e por Modigliani e Miller (1958 e 1961), estes dois últimos laureados com o Prémio Nobel da Economia em 1958 e 1990, respetivamente, pelas suas vastas contribuições para a ciência económica.

Modigliani e Miller (1961) romperam com a teoria clássica defendida por Gordon (1959) que postulava sobre a contribuição do pagamento de dividendos para a criação de valor da empresa, ao afirmarem, que na verdade, a política de distribuição de dividendos é irrelevante, não produzindo qualquer impacto no valor das empresas. O término deste paradigma clássico, aceite até então como verdadeiro e para o qual a investigação sobre o tema era muito reduzida, permitiu o surgimento de uma nova onda de investigações assente na possibilidade da irrelevância dos dividendos, sobretudo na observação da aplicabilidade desta teoria sobre presença de imperfeições de mercado não ponderadas por Modigliani e Miller.

Neste sentido, são várias as teorias explicativas formuladas nos anos seguintes, baseadas sobretudo nas imperfeições de mercado observadas na economia real, destacando-se a presença de impostos, o tratamento fiscal diferenciado entre meios de remuneração semelhantes, como os dividendos e os ganhos de capital, e ainda a assimetria de informação existente entre os diversos agentes económicos.

A diversidade existente no tipo de investidores, desde os tradicionais investidores em nome individual até aos grandes investidores institucionais, a apetência pelo risco e as próprias preferências individuais dos agentes económicos são aspetos que, mais recentemente, também têm sido considerados nas novas abordagens sobre esta temática.

No entanto, não existe consenso formado, nem qualquer teoria que seja considerada universalmente aceite pela comunidade científica neste ramo. Para Black (1976) as respostas a perguntas aparentemente óbvias, tais como a razão para as empresas pagarem dividendos ou o motivo pelos quais os investidores estão atentos a esses mesmos dividendos não são assim tão claras. *“The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together.”* Este conceito de *dividend puzzle*, instituído por este autor, demonstra-se válido mesmo nos dias de hoje, 40 anos após a publicação inicial deste seu estudo.

Em Portugal, observa-se que a produção literária sobre os dividendos, inicialmente pouco explorada, tem sido o foco nos últimos 20 anos de diversos autores que procuram validar as diversas teorias existentes para a economia nacional, visto que a vasta maioria dessas teorias são produzidas com base em estudos empíricos norte-americanos, uma economia com características substancialmente diferentes da portuguesa.

Com esta dissertação pretende-se contribuir com mais uma peça para o desvendar deste puzzle em termos nacionais, sobretudo através de uma análise para um espaço temporal mais recente e com características bastante particulares. O principal objetivo proposto consiste na determinação das variáveis que possam ser consideradas como determinantes da política de dividendos das empresas portuguesas. Nesta determinação, para além das usuais variáveis inerentes às empresas, pretende-se introduzir neste estudo indicadores macroeconómicos que afetam a economia no seu todo, algo quase inexistente na literatura nacional e pouco explorado em termos internacionais. A introdução desta componente macroeconómica surge da nova corrente literária que procura nestas variáveis uma potencial correlação com as políticas de dividendos praticadas, preenchendo deste modo, as peças que faltam neste *dividend puzzle*.

O estudo empírico incidirá sobre uma amostra das principais empresas portuguesas, cotadas no índice PSI-20 entre 2006-2015. A escolha deste período permitirá medir o impacto da crise financeira de 2008 nas potenciais determinantes da política de dividendos obtidas, percebendo de que forma este acontecimento alterou o comportamento dos agentes económicos e dos gestores destas grandes empresas em particular. Para a medição desse impacto a amostra será subdividida em 3 fases: um período prévio à crise de 2006 a 2008, o período de crise propriamente dito de 2009 a 2012 e um período de recuperação económica de 2013 a 2015.

Em termos metodológicos, a opção incidiu sobre a estimação de um modelo de regressão linear com tratamento de dados em painel cuja variável dependente é o dividendo por ação e as variáveis explicativas aquelas mais predominantemente utilizadas na literatura e que melhor se adaptam à amostra a estudar.

A dissertação está dividida em duas grandes partes, estruturadas da seguinte forma:

Na primeira parte, denominada de revisão de literatura, iniciaremos com uma breve explicação relativa ao conceito de dividendos e clarificaremos os principais conceitos que

serão utilizados ao longo da dissertação. De seguida, serão enunciadas as principais teorias explicativas da política de dividendos observadas na literatura ao longo dos anos, após as quais serão indicados os fatores determinantes mais relevantes encontrados nos resultados de diversos trabalhos recentes. Nesta parte serão também analisadas as recompras de ações como possíveis alternativas a uma política de dividendos e o capítulo terminará com uma contextualização dos efeitos da crise financeira de 2008 no comportamento dos agentes económicos nacionais, fornecendo deste modo a informação necessária para uma melhor compreensão do estudo empírico.

A segunda parte consistirá no referido estudo empírico. Inicialmente serão definidos os objetivos e as hipóteses que nos propomos a testar, definindo e explicando logo de seguida qual a amostra e o intervalo de tempo a utilizar. Consecutivamente serão selecionadas as variáveis a testar enquanto determinantes, tendo em conta a literatura revista e a sua aplicabilidade à amostra escolhida, definindo também o método a ser empregue neste estudo. Para finalizar esta parte serão apresentados e discutidos os resultados obtidos, focalizando a análise dos mesmos na comparação com os objetivos propostos e na validação ou não das hipóteses definidas.

Para terminar serão elaboradas as considerações finais em relação à totalidade do trabalho.

PARTE I – REVISÃO DA LITERATURA

A primeira parte da dissertação incidirá sobre uma breve abordagem da literatura existente relacionada ao tema, focando-se essencialmente nos componentes chave sobre os quais recairá o estudo empírico.

1. Dividendos: Conceito e medidas

A nível económico e após a obtenção dos resultados líquidos surge a tomada de decisão sobre como atuar relativamente a esses lucros gerados. Neste caso, os órgãos de gestão ponderam sobre a distribuição desses resultados e a porção dessa distribuição destinada aos acionistas comparativamente com a hipótese alternativa de reter resultados, nomeadamente para reinvestimento na empresa. Em termos financeiros, é a esta porção do lucro gerado, distribuída aos acionistas enquanto remuneração pelo seu capital na mesma, a que tradicionalmente denomina-se como dividendos. Apesar desta ser a noção de dividendo geralmente utilizada existem possíveis definições com algumas particularidades, tais como as referidas por Farinha e Soro (2012). Estes autores explicam que as associações mutualistas americanas denominam o juro pago pelos depósitos nas suas instituições como dividendos, apesar do tratamento diferenciado aplicável entre dividendos e juros. No entanto, percebe-se esta utilização tendo em conta o conceito depositante e mutualista presente neste tipo de instituições, traduzindo-se estes juros num pagamento muito semelhante ao efetuado aos acionistas de uma empresa típica. Os resultados gerados, distribuídos pelas cooperativas no Reino Unido, são também intitulados como dividendos, divergindo da sua noção tradicional no facto desta repartição ter em conta o montante de investimento realizado na cooperativa e não o tamanho da participação na mesma. Tillier (2013) define os três mais comuns tipos de dividendos: *cash dividend*, *stock dividend* e *extraordinary dividend*, com as duas primeiras a serem noções referentes à forma de pagamento dos dividendos e a última a incidir no espaço temporal da distribuição.

Cash dividend ou em português, dividendos em dinheiro, é a forma de distribuição mais comum e a normalmente referida quando se fala em dividendos, indicando tal como o próprio nome indica o pagamento monetário aos acionistas, normalmente regular, em função da porção de resultados distribuídos e da participação do acionista na empresa.

Stock dividends ou dividendos em ações, indicam a remuneração acionista através de dividendos representados por ações da empresa. Neste caso os acionistas não recebem a

sua porção do lucro na forma de dinheiro, mas antes através de ações tendo em conta a manutenção da estrutura acionista na empresa.

Extraordinary dividends ou dividendos extraordinários, são aqueles que segundo o autor acontecem quando os órgãos decisores da empresa decidem distribuir valores monetários previamente retidos de uma forma pontual. Farinha e Soro (2012) referem que o caráter pontual deste tipo de dividendos é explicado como a reação a algum fator extraordinário. Este fator pode ser interno, tal como a possibilidade de alteração da propriedade da empresa através de uma possível venda total ou parcial ou externo, tal como o anúncio de alterações em termos da estrutura fiscal em vigor. Martin Tillier (2013) refere este último cenário, o aumento da taxa de imposto incidente sobre os dividendos, como o fator primário para os dividendos extraordinários distribuídos no final de 2012 nos Estados Unidos, antecipando o aumento fiscal previsto para 2013 que diminuiria o dividendo líquido de impostos recebido pelos acionistas.

Em termos de medidas genericamente utilizadas na literatura relacionada com esta temática e deste modo presente neste trabalho destaca-se o conceito de *dividend payout* e de *dividend yield*.

Em termos matemáticos, *dividend payout* traduz-se pelo quociente entre o montante de dividendos distribuídos e o resultado líquido do período respeitante a esses dividendos.

$$\text{DIVIDEND PAYOUT} = \frac{\text{Dividendo}}{\text{Resultado líquido do período}} \quad (1)$$

A observação deste rácio indica a porção dos resultados líquidos gerados destinada à remuneração dos acionistas, sendo a sua contraparte, o rácio de retenção, a porção retida para reinvestimento na empresa.

A *dividend yield* fornece a percentagem de rendimento de uma ação com base nos dividendos que a mesma proporciona. Em termos matemáticos é expressa em percentagem e define-se por:

$$\text{DIVIDEND YIELD} = \frac{\text{Dividendo por ação}}{\text{Preço da ação}} \times 100 \quad (2)$$

Estas duas medidas são amplamente utilizadas na literatura produzida sobre esta matéria, sendo importante entender as diferenças entre as mesmas, de modo a efetuar uma interpretação correta da informação emitida pelas empresas.

2. Política de Dividendos: Teorias

São inúmeros os modelos teóricos existentes que tentam explicar como se define a política de dividendos nas empresas, cada um com a sua diferente abordagem na resolução deste puzzle. Neste subcapítulo iremos abordar os principais modelos desenvolvidos e as teorias por eles originadas.

2.1 Teoria da irrelevância da política de dividendos

Modigliani & Miller (1961), designados a partir deste momento por M&M, foram os grandes impulsionadores do estudo desta área. Segundo Benzinho (2004), a teoria da irrelevância da política de dividendos de M&M rompeu com as teorias tradicionais da época. Farinha e Soro (2012) afirmam que o pensamento tradicional até então baseava-se na elevada importância que os dividendos possuíam para a definição do valor de uma empresa.

A base teórica para estas convicções segue o modelo de Gordon (1959), onde o autor representa o valor da empresa como o somatório dos dividendos futuros atualizados. Consequentemente, dividendos e valor da empresa estão intimamente relacionados, com uma variação positiva da primeira a contribuir para um aumento da segunda.

M&M (1961) defendem a sua tese da irrelevância de dividendos sobre o pressuposto da inexistência de imperfeições de mercado, onde os investidores são racionais e optam sempre por soluções geradoras de mais riqueza independentemente da sua origem, com informação perfeita e disponível a todos os agentes, tendo conhecimento de todas as oportunidades de investimento existentes e onde não exista diferencial de tributação entre os dividendos distribuídos e os ganhos de capital. Com a sua metodologia estruturada nestes pressupostos, M&M concluem que a política de dividendos é irrelevante no cálculo do valor da empresa. Esta capacidade de criação ou destruição de valor é unicamente da responsabilidade das decisões relativas ao investimento. Apesar de baseada numa estrutura muito simplista e não verificada na realidade, o trabalho de M&M iniciou uma revolução tanto a nível do método de estudo como a nível da intensidade de produção de literatura relativa às decisões sobre a política de dividendos das empresas.

A partir desta teoria, os autores debruçaram os seus esforços na refutação dos pressupostos utilizados na teoria da irrelevância, analisando as diversas imperfeições de

mercado existentes, originando o aparecimento de várias outras teorias explicativas da política de distribuição de dividendos.

2.2. Teoria dos efeitos fiscais

Como referido anteriormente, o modelo pioneiro sobre a irrelevância da política de dividendos de M&M (1961) apresentava falhas na confrontação com a realidade, sendo uma das suas maiores falhas a não ponderação do efeito fiscal nesta política. Em termos empíricos os dividendos e os ganhos de capital possuem tratamento em termos fiscais diferentes, observando-se ao longo do tempo uma preferência fiscal dos legisladores com taxas de tributação inferiores para os ganhos de capital relativamente aos dividendos. Neste cenário são muitos os autores tais como Farrar e Selwyn (1967) e Brennan (1970) que afirmam que na presença de taxas de imposto superiores dos dividendos comparativamente com os ganhos de capital, as empresas devem evitar a distribuição dos mesmos.

Farrar e Selwyn (1967) afirmam que os investidores preferem ser remunerados através do meio menos tributado e quando a taxa de imposto sobre os dividendos é superior à dos ganhos de capital a distribuição de dividendos por parte da empresa é uma atividade destruidora de valor.

Para Brennan (1970) M&M debruçaram-se sobre uma das imperfeições do seu modelo inicial, a forma como o sistema fiscal afeta diretamente as empresas, no entanto negligenciaram a tributação dos agentes individuais. No mesmo sentido, para Brennan, Farrar e Selwyn não tiveram em conta no seu estudo as oportunidades existentes no mercado disponíveis para os investidores e que caso as mesmas sejam tidas em consideração a utilidade deles será máxima com a maximização do valor de mercado da empresa. O acionista exige um maior retorno pelo seu investimento devido ao caráter progressivo da tributação dos dividendos, no qual a uma maior *dividend yield* corresponde uma taxa relativa face aos ganhos de capital superior.

Stiglitz (1983) defende que neste cenário de tributação desfavorável dos dividendos, as empresas devem reter os resultados líquidos enquanto possível, sendo a remuneração dos acionistas via potenciais ganhos de capital.

2.3. Teoria residual

Tal como o próprio nome indica, nesta teoria os dividendos são considerados meramente como um resíduo proveniente da atividade da empresa depois de esgotadas e financiadas todas as oportunidades de investimento rentáveis existentes. Smith (2011) afirma que segundo esta teoria os gestores, cujo objetivo é a maximização do valor da empresa, investirão nos projetos cujo valor atualizado líquido é positivo, logo economicamente viáveis. Apenas quando esgotadas as possibilidades de investimento viáveis as empresas pagam o restante valor produzido na forma de dividendos. Nesta visão e segundo esta teoria, pode-se considerar o não pagamento de dividendos como o padrão, existindo pontuais distribuições de rendimentos através desta via, quando a condição já referida ocorre. Smith (2011) refere ainda que empresas com constantes resíduos dos resultados após financiamento das oportunidades de investimento podem transparecer que incorrem numa política de estabilização de dividendos, no entanto apenas seguem a teoria residual.

A política de dividendos nestes termos é integralmente definida e depende das decisões das políticas operacionais e de investimentos da empresa, existindo assim conformidade com a tese da irrelevância dos dividendos defendida por M&M onde o impacto desta política no valor da empresa é nulo.

2.4. O efeito-clientela

O tratamento fiscal diferenciado entre dividendos e ganhos de capital influencia o comportamento dos investidores na realização de investimentos de acordo com o seu tipo de preferência e de perfil a nível de tributação. Para M&M (1961) as empresas tendem a atrair tipos de investidores com preferência pela sua determinada *dividend yield*, deste modo podem alterar a sua política de dividendos de forma a atrair o tipo de clientela de investidores que seja da sua preferência. No entanto, e segundo as premissas de M&M, numa situação de mercado de capitais perfeitos observa-se o cenário da irrelevância dos dividendos, onde os mesmos não possuem qualquer impacto na determinação do valor da empresa, não existindo deste modo qualquer incentivo ou vantagem em atrair determinada clientela de investidores.

Al-Malkawi, Rafferty e Pillai (2010) apontam para os impostos e os custos de transação como os principais fatores geradores de clientelas, entre as quais evidenciam aquelas formadas por investidores que possuem preferência pela minimização destes custos.

Relativamente ao efeito clientela sustentado no diferencial de tributação entre dividendos e ganhos de capital, Elton e Gruber (1970) testaram duas variáveis que potencialmente poderiam influenciar as preferências de investimento em determinadas empresas: a *dividend yield* e o *dividend payout*. Os resultados obtidos suportam a hipótese do efeito clientela levantada por M&M, empresas com maior *dividend yield* atraem investidores em escalões de tributação inferiores, do mesmo modo, o contrário também se verifica. *Ceteris paribus*, empresas com altas taxas de distribuição de dividendos tendem a crescer a taxas inferiores aquelas que obteriam com uma retenção de resultados, atraindo igualmente investidores nos escalões de tributação menores.

Estudos mais recentes como os de Graham e Kumar (2006) e Kawano (2011) corroboram os resultados e as hipóteses defendidas pelos autores iniciais.

Al-Malkawai et al. (2010) realçam a possibilidade de a política de dividendos ter capacidade de influenciar diferentes clientelas a alterarem os seus atuais portfólios de investimento. Este autor suporta-se no trabalho de Bishop, Crapp, Faff e Twite (2000) ao diferenciar a forma como investidores com diferentes níveis de riqueza se comportam em relação à existência de custos de transações. Investidores com baixo nível de riqueza, onde o rendimento obtido dos dividendos recebidos é destinado e necessário ao fomento do consumo, preferem investir em empresas que pratiquem uma política de dividendos alta e estável devido aos custos de transação demasiado onerosos para este tipo de investidor implicados na venda de ações. Investidores com nível de riqueza mais elevado preferem investir em empresas com *dividend payout* menor, evitando desta forma os custos inerentes ao reinvestimento da remuneração proveniente dos dividendos.

Allen, Bernardo e Welch (2000) incidem a sua observação sobre os investidores institucionais enquanto tipo de clientela específica. A este tipo de investidores está associado normalmente um nível de tributação mais reduzido comparativamente aos investidores individuais, preferindo deste modo investir em empresas distribuidoras de dividendos. Na mesma linha de pensamento estão associados aos investidores institucionais um melhor nível de informação e capacidade de avaliação da qualidade de uma empresa, características estas que tendem a influenciar as empresas de boa qualidade a distribuir parte dos seus resultados de forma a atrair este tipo de clientela e os benefícios daí obtidos.

2.5. Teoria da agência

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato de delegação de competências entre uma parte intitulada como o principal, onde se encontram os proprietários do capital e o agente, nomeadamente os administradores encarregues das decisões operacionais do quotidiano da empresa. Segundo os autores é a partir desta relação que surgem os denominados conflitos de agência, conflitos estes causados pela maximização da utilidade que cada uma das partes pretende para si, o que na maioria das situações não é um objetivo compatível. Deste modo, Jensen e Meckling (1976) denominam como custos de agência a soma dos encargos de monitorização da atuação do agente pelo principal, os custos necessários para a manutenção do relacionamento com o principal por parte do agente e ainda a existência de uma perda residual. Neste cenário de conflitos e de custos de agência, diversos autores referenciados de seguida têm-se debruçado sobre os pagamentos de dividendos como um dos potenciais meios de controlo deste tipo de relação e de redução dos custos que a mesma envolve.

Rozeff (1982) desenvolveu um modelo otimizador do *dividend payout* onde conclui que o aumento do rácio de distribuição de dividendos contribui para a redução dos custos de agência, no entanto irá aumentar os custos relacionados com o financiamento via capital alheio. Para o autor será a soma destes dois custos, agência e de financiamento alheio, que irá definir o *dividend payout* ótimo.

No mesmo âmbito, Easterbrook (1984) afirma que os custos de agência englobam o custo de monitorização da atuação dos gestores e ainda a aversão ao risco presente no comportamento dos mesmos. Segundo este autor, a remuneração dos gestores está fortemente relacionada com a performance e a riqueza da empresa, sendo deste modo conservadores relativamente ao risco adotado nas decisões tomadas. Os acionistas, no entanto, preferem tomadas de decisões mais arriscadas, não perdendo deste modo riqueza para os credores. É possível compreender que uma maior distribuição de dividendos e uma consequente menor retenção de resultados para a empresa, implica a necessidade dos gestores recorrerem aos mercados de financiamento, estando sujeitos desse modo ao escrutínio e avaliação dos mercados reduzindo substancialmente a monitorização necessária por parte dos acionistas.

Também Jensen (1986) afirma que a redução dos recursos ao dispor dos gestores resultante de um maior *dividend payout* traduz-se em recursos monetários para os

acionistas que caso não fossem distribuídos poderiam ser desperdiçados pela empresa ou investidos em projetos de baixo retorno, opinião partilhada por diversos autores tais como Lang e Litzenberger (1989) que referem ainda a importância dos dividendos enquanto mecanismo de redução de um eventual sobreinvestimento, representando assim, *ceteris paribus*, um aumento do valor de mercado da empresa.

Apesar de uma vasta literatura baseada na utilização dos dividendos como meio de controlo e redução dos custos agência é necessário compreender que a um maior *dividend payout* está muitas vezes associado um maior endividamento. Esta relação significa que os acionistas necessitam deste modo de suportar os custos que esse maior rácio de endividamento representa para a empresa e ainda os custos a incorrer devido à maior taxa de tributação dos dividendos, apontando assim para a teoria dos efeitos fiscais previamente referida.

2.6. Teoria da sinalização

Como vimos anteriormente, M&M (1961) concluíram pela irrelevância da política de dividendos no valor da empresa, assumindo como pressuposto a existência de um mercado de concorrência perfeita. Na teoria anterior verificamos o impacto de uma imperfeição de mercado (conflitos de agência) na política de dividendos, nesta teoria a imperfeição analisada é a assimetria de informação entre agentes económicos e o seu peso e efeitos na decisão dos gestores em distribuir ou não dividendos.

Ribeiro (2004) descreve a existência de dois grupos, os *insiders* e os *outsiders*. Nos primeiros encontram-se os responsáveis pelas decisões relativas às políticas de investimento e financiamento, enquanto nos segundos tem-se todos os outros agentes económicos com interesses na empresa. Assume-se nesta teoria que os *insiders* possuem mais informação sobre as condições da empresa e que os mesmos utilizam os dividendos distribuídos como meio de sinalização ou de transmissão de informação para o exterior, nomeadamente para os *outsiders*. M&M (1961) constatarem que os dividendos atuam como sinais da capacidade financeira da empresa.

Os modelos de Bhattacharya (1979), Miller e Rock (1985) e John e Williams (1985) são apontados por uma grande diversidade de autores tais como Ribeiro (2004), Benzinho (2004) e Al-Malkawi et al. (2010) como os mais importantes e citados no âmbito da teoria da sinalização dos dividendos.

Bhattacharya (1979) descreve uma assimetria de informação a favor dos gestores comparativamente com os *outsiders* e uma tributação desfavorável dos dividendos face aos ganhos de capital, deste modo a distribuição de dividendos sinaliza a capacidade futura ou geradora de fluxos financeiros futuros da empresa. Salienta-se neste caso que anúncios prévios de alterações positivas na distribuição de dividendos vinculam os gestores às mesmas, tendo em caso de impossibilidade de a empresa distribuir os dividendos anunciados com base nos seus resultados, recorrer a financiamento externo. Esta eventual necessidade é um dos custos que torna o efeito sinalizador dos dividendos como credível.

Em Miller e Rock (1985) está também presente a assimetria de informação que funciona como base nesta teoria, neste caso estuda-se o efeito do anúncio de dividendos na cotação das ações. O modelo é semelhante ao do autor anterior, com os anúncios de dividendos a funcionarem como sinais dos *insiders* para os restantes agentes, um anúncio inesperado de aumento de dividendos transmite um sinal positivo para o exterior e é representativo da capacidade futura da empresa. Neste sentido, a sinalização através de um aumento de dividendos apenas faz sentido no caso de serem sinalizadas boas notícias, apenas neste cenário as vantagens obtidas podem suplantam os custos incorridos, pois como Miller e Rock concluem “...in a world with rational expectations, dividends, for all their pleasant connotations, cannot turn a loser into a winner.” No modelo deste autor o custo incorrido pela credibilidade da sinalização prende-se com a perda do critério da otimização do investimento devido à distribuição de fundos via dividendos.

Relativamente a John e Williams (1985), os autores afirmam que a penalização tributária inerente aos dividendos é o principal gasto associado à sinalização por essa forma.

Segundo Ribeiro (2004) esta sinalização diminui a assimetria de informação desfavorável aos *outsiders*, condicionando positivamente o seu comportamento no mercado acionista, não efetuando transações como a venda de ações de uma empresa por desconhecimento das perspetivas da capacidade futura da mesma.

Benzinho (2004) sugere que a sinalização através do pagamento de dividendos pode ser utilizada por parte de empresas subavaliadas para se distinguirem de empresas sobreavaliadas que não possuem a capacidade de acompanhar as anteriores nesse processo.

A literatura relacionada com a política de dividendos é conhecida dentro das finanças empresariais como sendo uma área onde praticamente não existe unanimidades e onde os resultados obtidos são muitas vezes inconclusivos e muito próprios da amostra em particular utilizada no estudo, estando a teoria da sinalização abrangida também por esta característica.

2.7. Teoria do pássaro na mão

A teoria do pássaro na mão, ou na sua versão anglo-saxónica “*bird-in-the-hand*”, consiste na defesa de que uma remuneração via dividendos é relativamente mais valiosa que a remuneração via ganhos de capital.

Gordon (1959) e Lintner (1956) consideram que este maior valor dos dividendos se deve à rendibilidade certa recebida na atualidade que os mesmos traduzem, face à rendibilidade incerta/potencial recebida no futuro pelos ganhos de capital. A diminuição da incerteza é um fator preferencial para o acionista, respondendo os mesmos positivamente a aumentos da distribuição de dividendos. M&M (1961) denominaram esta hipótese como falaciosa, para estes autores e tal como já foi referido anteriormente, é indiferente a escolha entre ser remunerado via dividendos ou via ganhos de capital.

2.8. Teoria do ciclo de vida

Segundo Salsa (2010), são várias as variáveis financeiras que podem ser analisados e associadas às diferentes fases do ciclo de vida de uma empresa, influenciado assim, na proporção de cada variável, as políticas de distribuição de dividendos observadas. As mais relevantes indicadas pelo autor são as oportunidades de investimento existentes, os *free-cash-flows* disponíveis e o tipo de financiamento utilizado.

Gup e Agrrawal (1996) afirmam que o ciclo de vida é um conceito simples que permite de uma forma fácil observar o comportamento das políticas financeiras de uma determinada empresa, incluindo a sua política de dividendos, à medida que a mesma se aproxima da sua maturidade.

Fama e French (2001) explicam a redução verificada na sua amostra norte-americana da proporção de pagadores de dividendos (de 66,5% em 1978 para 20,8% em 1999), com a aproximação das características gerais das empresas atuais com as características tipicamente observadas nas empresas inicialmente não pagadoras de dividendos. Estas características podem ser comparadas com aquelas listadas nas empresas inseridas nas

fases iniciais do modelo do ciclo de vida, nascimento e expansão. Nestas fases existe o predomínio de empresas com reduzida dimensão, resultados líquidos pouco significativos e com elevadas oportunidades de investimento. Deste modo, estas empresas praticam geralmente uma política de dividendos praticamente inexistente. Fama e French (2001) defendem igualmente que esta alteração estrutural das características das empresas cotadas é acompanhada por uma perceção dos benefícios obtidos pela distribuição de dividendos, nomeadamente em termos comparativos com os ganhos de capital.

Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) descrevem no seu estudo a denominada *maturity hypothesis*. Esta hipótese da maturidade consiste na observação do aumento dos dividendos distribuídos à medida que a empresa percorre o seu percurso segundo o modelo do ciclo de vida, ou seja, este maior *payout* dos dividendos é uma característica integrante no processo de passagem da fase de crescimento para uma fase de maturidade da empresa. Os fatores mais relevantes para este incremento dos dividendos distribuídos em fases de maior maturidade das empresas relacionam-se com a diminuição das oportunidades existentes, uma diminuição do nível de risco e a um ponto onde existe uma forte aproximação entre o retorno do investimento e o custo do capital, subsistindo *free cash flows* elevados.

Do mesmo modo, toda a evidência empírica dos estudos de DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) são consistentes e suportam a teoria do ciclo de vida na sua relação com o nível de distribuição dos dividendos. Nesse sentido, os autores referem a utilização do rácio de divisão do capital próprio entre capital interno (resultados retidos) e capital externo como um bom *proxy* da posição atual no ciclo de vida em que a empresa se encontra.

2.9. Teoria do catering

Baker e Wurgler (2004) desenvolveram uma das mais recentes teorias explicativas da decisão do pagamento de dividendos por parte das empresas, a teoria do catering. A formulação desta teoria não pretende elucidar sobre o volume de dividendos a distribuir, mas apenas sobre a decisão se os gestores devem ou não os distribuir. Baker e Wurgler (2004) basearam a conceção deste modelo na flexibilização ou relaxamento do pressuposto da eficiência dos mercados, contido na teoria da irrelevância dos dividendos de M&M (1961). Deste modo, os autores entendem na sua teoria do catering, que a decisão sobre o pagamento de dividendos é conduzida pela procura dos investidores sobre títulos pagadores ou não pagadores de dividendos, fornecendo aos mesmos o que eles

preferem no momento. Neste sentido, e segundo esta teoria, os gestores darão início a uma política de distribuição de dividendos quando o preço dos títulos no mercado refletirem a preferência por empresas pagadoras, através do denominado *dividend premium*, não sendo este conceito mais que o diferencial observado entre os títulos conotados a empresas distribuidoras e não distribuidoras de dividendos. Segundo a mesma lógica, a partir do momento que essa preferência transita para títulos de empresas não pagadoras, os gestores acompanham e omitem o pagamento dividendos. A teoria do catering engloba três pressupostos essenciais ao seu entendimento. Primeiramente, é entendido que a procura por ações de empresas distribuidoras de dividendos não é uniforme e que varia ao longo do tempo. Em segundo lugar, observa-se que a arbitragem falha e que esta procura ou preferência reflete-se e afeta o preço dos títulos. Por fim, e como já referido anteriormente, os gestores baseiam as suas decisões relativamente à política de dividendos nesta procura dos investidores, pagando dividendos quando os investidores manifestam preferências por estes títulos, e omitindo-os na situação contrária.

2.10. Teoria comportamental

Farinha e Soro (2012) distinguem as noções intrínsecas à teoria clássica e à teoria comportamental. A racionalidade económica caracterizada pela preferência de mais riqueza relativamente a uma menor riqueza, que orienta as decisões dos agentes económicos e também as decisões em torno dos dividendos não encontra reflexo na teoria comportamental. A introdução de variáveis comportamentais põe em causa o conceito de racionalidade económica, o que enviesa as conclusões obtidas pelas teorias tradicionais baseadas nessa perspetiva clássica.

Shefrin e Statman (1984) desenvolveram uma base explicativa assente na teoria do autocontrolo de Thaler e Shefrin (1981) e na teoria da escolha em contexto de incerteza de Kahneman e Tversky (1979). O ponto fulcral desta base explicativa consiste no entendimento que dividendos e ganhos de capital não podem ser considerados substitutos perfeitos. Esta teoria utiliza componentes comportamentais próprios dos indivíduos para explicar a preferência de determinados investidores por dividendos, a ponto de estarem disponíveis a pagar um prémio para os obterem. Para os autores este comportamento, que não é racionalmente económico, deve-se a motivos relacionados com o autocontrolo ou o evitar do arrependimento inerente a uma potencial perda futura.

3. Fatores determinantes da política de dividendos

A multiplicidade de teorias existentes é uma evidência da forte investigação no tema da política de dividendos e das suas especificidades, por parte de diversos autores do mundo das finanças empresariais, sendo a sua aplicabilidade no mundo real, o objeto de estudo de inúmeros outros investigadores. Neste subcapítulo procedeu-se à recolha e análise de alguns desses estudos obtendo um leque de variáveis potencialmente determinantes na decisão da definição da política de dividendos de uma empresa, agrupando-as em indicadores mais vastos, seguindo a metodologia adotada por Galvão e Santos (2015). Neste sentido, optou-se pela divisão destas determinantes em fatores inerentes à empresa e em fatores macroeconómicos, sendo os primeiros compostos pelas variáveis clássicas existentes na vasta maioria das teorias atuais, e os segundos por uma série de variáveis menos estudadas, compreendendo desta forma um potencial investigativo superior.

3.1. Fatores determinantes empresariais

Estabilidade

Desde Lintner (1956) que a literatura indica a preocupação pela manutenção de uma política de dividendos estável como o fio condutor das decisões dos gestores nesta matéria. Em termos empíricos, este importante componente é normalmente representado pela introdução nos diversos estudos de indicadores representativos dos dividendos distribuídos nos anteriores. A opção normalmente tomada incorre pela utilização do dividendo do ano imediatamente anterior como *proxy* representativa, tal como o elaborado por Fernandes e Ribeiro (2013) e Almeida, Tavares e Pereira (2014). Para além da incorporação nas regressões realizadas do dividendo integral distribuído em períodos anteriores, uma possibilidade usualmente utilizada foi a adotada por Ferreira, Nakamura, Martin e Bastos (2010), onde a preponderância da estabilização dos dividendos é medida através da divergência do montante de dividendos distribuídos entre anos sucessivos. No caso deste autor, o critério utilizado foi o dividendo atual ser maior ou igual a 90% do dividendo distribuído no ano anterior, limitando assim a variabilidade permitida para considerar a existência de estabilidade dos mesmos. Os autores referidos e os estudos em geral relativos a esta matéria demonstram resultados onde estas variáveis indicadoras de estabilidade apresentam elevado poder explicativo, concluindo assim que os gestores tendem a seguir e a defender uma política de dividendos estável.

Resultados e rendibilidade

Nesta categoria abrange-se os resultados obtidos pelas empresas, sobretudo representado pelo resultado operacional e pelo resultado líquido e ainda os indicadores de rendibilidade associados aos primeiros em termos de rubricas do balanço como o ativo e o capital próprio. Em termos de resultados, o resultado líquido é o fator mais abordado nos diversos estudos empíricos analisados, sendo considerado por muitos como o principal determinante para a definição do valor dos dividendos distribuídos. Salsa (2010), no seu estudo para relacionar a política de dividendos com o ciclo de vida das empresas, conclui que o crescimento dos resultados por si só é uma variável explicativa. Salsa utilizou uma amostra de cerca de 500 empresas com resultados positivos dentro da União Europeia. Mais recentemente, Vieira, Pinho e Leite (2013) utilizando uma amostra que na sua maioria engloba países abrangidos pelo estudo de Salsa, conclui igualmente pela influência do resultado líquido do período na política de dividendos. No mesmo sentido, Almeida et al. (2014) numa amostra bolsista portuguesa verificam a significância desta variável relativamente à quantidade de dividendos distribuídos. Todos os autores referidos concluem que o sinal do resultado é proporcional ao sentido do crescimento dos dividendos, quando o resultado líquido é positivo assiste-se geralmente à distribuição ou aumento de dividendos, quando existem prejuízos as empresas tendem a efetuar uma redução nos dividendos.

As variáveis de rendibilidade apresentam na literatura existente, em trabalhos como os de DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), Galvão e Santos (2015) ou Forti, Peixoto e Alves (2015), o mesmo comportamento observado para os resultados, ou seja, uma relação positiva com o nível de dividendos distribuídos.

Liquidez

Em termos de tesouraria, uma distribuição de dividendos representa uma saída de fluxos monetários da esfera da empresa, sendo deste modo esperável que a situação monetária líquida da mesma e a quantidade e valor dos dividendos distribuídos estejam interligados.

Para Alli, Khan e Ramirez (1993) o impacto dos cash-flows e da respetiva situação de liquidez da empresa é superior ao dos resultados do período no pagamento de dividendos, devido à maior alterabilidade destes últimos pela escolha e prática dos métodos contabilísticos utilizados.

A liquidez corrente de uma empresa é considerada por Igan, de Paula e Pinheiro (2006) uma determinante da política de dividendos, relacionando-se as variáveis positivamente, quanto maior o rácio de liquidez da empresa, maior os dividendos distribuídos pelas mesmas. O mesmo resultado foi obtido por autores como Ferreira et al. (2010), Acharyan e Viswanathan (2011) e Forti et al. (2015), defendendo a relação entre a política de dividendos decidida e as disponibilidades monetárias de curto prazo à disposição das administrações.

O setor bancário é usualmente excluído das investigações relacionadas com esta temática devido às suas particularidades que os distinguem das restantes empresas de uma amostra normal de um índice bolsista. Tendo em conta esse facto, Ahmed (2015) debruçou-se somente sobre este sector, na sua amostra para os Emirados Árabes Unidos, obtendo como resultados a descoberta da existência de uma relação linear entre a liquidez medida pelos *cash flows* líquidos e a distribuição de dividendos em dinheiro aos acionistas. Esta relação era esperada pelo autor, os meios monetários existentes após a atividades de operação, investimento e financiamento são esperados que, pelo menos em parte, sejam utilizados enquanto remuneração acionista. Kumar e Waheed (2015) corroboram Ahmed (2015), mas para uma amostra empresarial de diversas indústrias, segundo os autores, as empresas com elevada liquidez tendem a pagar mais dividendos.

Em sentido contrário ao da generalidade dos resultados empíricos obtidos na literatura sobre este tema, Gill, Biger e Tibrewala (2010) não verificaram a significância da relação entre os *cash flows* líquidos e os rácios de *payout* de dividendos, ao contrário daquilo que esperavam.

Em termos noticiosos e para o caso português é possível verificar esta relação no caso da Jerónimo Martins em 2010, onde a empresa adiantou os dividendos, que em situação normal só seriam distribuídos em 2011, justificando esta atuação com o seu excesso de liquidez naquele período em conjunção com o esgotamento dos planos de investimento de curto prazo que justifiquem a retenção de resultados, optando assim por remunerar os acionistas.

Neste caso, e tendo em conta a consulta de trabalhos de diferentes autores de uma diversidade de regiões do globo, a vasta maioria dos estudos observados apontam para a significância e para a existência de uma relação positiva entre a liquidez e a distribuição de dividendos por parte das empresas. A fase de maturidade definida na teoria do ciclo

de vida de uma empresa é um perfeito cenário exemplificativo deste tipo de relação. Empresas que se encontram nesta fase da sua história esgotaram as suas oportunidades de investimento, traduzindo os seus resultados operativos e de financiamento em elevados níveis de liquidez sem possibilidades de reinvestimento, restando assim a distribuição desses resultados aos acionistas.

Endividamento

Um dos fatores genericamente referidos neste tipo de análises sobre quais os fatores relevantes na definição de uma política de dividendos é o endividamento da empresa. Segundo Benyasrisawat e Basiruddin (2012), o endividamento restringe a possibilidade de utilização dos recursos financeiros por parte da empresa e o seu envolvimento em diversas atividades, entre as quais a distribuição de dividendos. A necessidade de manutenção de um nível mínimo de alguns rácios financeiros obriga à retenção dos resultados do período. Neste âmbito, o *payout* dos dividendos pode ser conduzido pelo nível de endividamento atual da empresa.

Esta relação negativa entre endividamento e o pagamento de dividendos é igualmente observada empiricamente no trabalho de Vieira et al. (2013), com especial incidência para as amostras francesas e britânicas. Salsa (2010) chegou aos mesmos resultados quanto a este fator, concordando relativamente à sua relevância no Reino Unido.

Gill et al. (2010), por outro lado, não descobriram qualquer relação, seja negativa ou positiva, entre o pagamento dos dividendos e o nível de endividamento das empresas. No entanto, quando alteraram a variável dependente do padronizado rácio *dividend payout*, para uma versão estendida denominada como *dividend payout* ajustado somando no denominador as depreciações, descobriram a existência de uma relação, mas neste caso positiva, entre esta nova variável dependente e o nível de endividamento das empresas. No caso deste estudo, esta análise com duas variáveis dependentes foi utilizada tendo em conta as características das indústrias transformadoras contidas na amostra, onde a rubrica das depreciações é de valor elevado.

O padrão encontrado na maioria dos estudos atribui significância e define o endividamento como um dos determinantes da política de dividendos, atribuindo entre eles a existência de uma relação negativa, quanto maior o endividamento, menor a quantidade de dividendos distribuídos. Um caso particular e interessante foi o conduzido por Jabbouri, Satt e Farooq (2014). Estes autores não postularam sobre a relação

encontrada entre endividamento e os dividendos distribuídos, mas sim sobre o custo desse endividamento e a política de dividendos da empresa. Os resultados apresentados indicam a presença de uma significativa relação negativa entre estas variáveis, um *payout* elevado traduz-se em custos de financiamento via capital alheio menor. A explicação para esta situação baseia-se, para o caso dos mercados emergentes, no papel enquanto mecanismo de controlo dos gestores atribuído aos dividendos, tal como defendido pela teoria da agência. Nestes mercados, um maior nível de distribuição de dividendos é percecionado pelos credores como uma característica de uma empresa bem gerida e de baixo nível de risco, diminuindo o retorno por eles exigido do capital financiado.

Impostos

Desde do modelo de irrelevância da política de dividendos defendido por M&M (1961) que a tributação, e mais precisamente o diferencial de tributação entre dividendos e ganhos de capitais, tem sido uma das principais imperfeições exploradas pela pluralidade dos autores na refutação dessa tese de irrelevância inicialmente proposta, originando a já referida teoria dos efeitos fiscais.

Brown, Liang e Weisbenner (2004) concluem que o nível de tributação a que os acionistas estão sujeitos são um fator de decisão entre a escolha de uma remuneração via dividendos ou ganhos de capital, demonstrando alguma substituíbilidade à medida que as taxas se igualam. Neste sentido, a composição acionista e os impostos por ela assumidos, influenciam o pagamento de dividendos por parte das suas empresas.

Bernheim (1991) assume no seu modelo explicativo que níveis de tributação mais elevados dos dividendos estimulam a remuneração acionista via ganhos de capital, diminuindo o nível de dividendos distribuídos. No entanto, apesar das desvantagens fiscais, as empresas continuam a distribuí-los.

A escalabilidade dos níveis de tributação suporta a proposta do impacto do nível de impostos no *payout* dos dividendos de uma empresa. Tal como Elton e Gruber (1970) referem ao suportarem o efeito clientela já referido, investidores em escalões de tributação mais reduzidos serão atraídos por empresas com elevado *payout*. O fator imposto cria assim clientelas de acordo com a sua posição nos escalões tributários, influenciando as empresas que preferem atrair determinadas clientelas específicas, tal como no caso dos investidores institucionais exemplificado por Allen et al. (2000).

Estrutura acionista

Ribeiro (2004) ao estudar o efeito sinalizador dos dividendos, descobriu que estes envios de sinais por parte dos gestores para os acionistas sustentam-se numa política de dividendos consistente e o que o mesmo não é aplicável a empresas de capital fechado, ou seja, empresas cujo capital está dividido entre uma pequena quantidade de acionistas e onde não existe transação pública das mesmas. Neste caso, para um investidor externo entrar na empresa precisa de convencer um dos acionistas a ceder a sua parte ao mesmo. Através deste resultado, conclui-se secundariamente sobre o estatuto da estrutura acionista enquanto determinante da política de dividendos. Bena e Hanousek (2008) afirmam que quando a empresa é controlada por uma entidade com maioria, sendo a minoria sem expressão na decisão dos destinos da empresa, o rácio de dividendos distribuídos tende a ser reduzido, pelo contrário, quando a dita minoria é forte e possui poder de influência na empresa, mesmo existindo um acionista maioritário, os dividendos distribuídos são normalmente em maior montante. Os autores concluem que uma minoria forte serve de mecanismo de controlo face aos fundos extraídos pela parte maioritária, pressionando assim os mesmos a aceitar uma maior distribuição dos resultados gerados.

Parte da literatura consultada releva o papel da estrutura acionista como uma determinante da política de dividendos. A relação mais consensual, mas não unânime, é que uma forte centralização do poder acionista dentro de uma empresa resulta em menores dividendos distribuídos. Quando a estrutura de poder tende a ser mais dividida, ou quando a minoria é forte o suficiente, os gestores definem uma política de dividendos mais elevada.

Oportunidades de investimento e crescimento

O investimento numa primeira ótica, é usualmente visto como uma utilização alternativa de fundos disponíveis que em caso de falta de oportunidades para esse mesmo investimento, poderia ser distribuído aos acionistas sobre a forma de dividendos. Neste sentido, autores como Salsa (2010) associam maiores rendibilidades, traduzidas em maiores níveis de investimento com pagamentos de dividendos menores. Esta visão segue a linha defendida pela teoria residual previamente referida, que classifica os dividendos como os resíduos resultantes da atividade da empresa, esgotadas todas as oportunidades de investimento rentáveis. Empiricamente, os resultados observados não são unânimes, tanto na significância destas oportunidades enquanto determinantes, tais como na sua própria relação com o *dividend payout*. Em termos exemplificativos, autores como

Fernandes e Ribeiro (2013) não conseguiram apurar significância neste tipo de variáveis, enquanto Forti et al. (2015) concluíram não só pela existência de poder explicativo destas oportunidades, mas também pela existência de uma relação positiva, contrária à defendida pela teoria residual, com o nível de pagamento de dividendos.

3.2. Fatores determinantes macroeconómicos

A vasta maioria da literatura produzida com âmbito na descoberta das razões pelas quais as empresas distribuem dividendos face às alternativas à sua disposição para remunerar os seus acionistas assenta na análise e estudo dos fatores de nível microeconómico intrínsecas à empresa. Nos últimos anos surgiu uma nova corrente de investigadores, cujos esforços estão a ser dirigidos não para uma análise interna à empresa, baseada em variáveis económico-financeiras inerentes à própria empresa, mas antes no olhar para o exterior, estudando o comportamento das economias no seu todo e procurando fundamento na hipótese de uma potencial correlação entre a política de dividendos definida pelas empresas e as variáveis macroeconómicas observadas na conjuntura económica.

A explicação de um determinado preço de uma ação é tema de inúmeros estudos que utilizam vários tipos de informação para tal objetivo. Esta informação utilizada pode ser subdividida em informação interna e sobre o controlo dos executivos, ou informação fora do controlo dos mesmos, sendo nesta última incluídos os fatores macroeconómicos (Kinkki, 2001). Segundo este autor e em relação aos Estados Unidos, estes fatores de nível macroeconómico são importantes determinantes do retorno das ações.

Os trabalhos de Basse (2009) e de Basse e Reddemann (2011) tendo por base uma amostra australiana e norte americana respetivamente, serviram de ignição à produção de estudos mais frequentes e numa maior diversidade em termos de amostra geográfica relacionados com a introdução destes inexplorados fatores. A explicação para a inconclusividade em termos de resultados empíricos das diversas teorias existentes sobre política de dividendos, para estes autores, pode em parte ser explicada pela não inclusão e análise dos fatores macroeconómicos nestes estudos.

Para Basse e Reddemann (2011) a inflação é a variável económica, segundo os resultados da sua investigação, com maior relevância para a decisão da política de dividendos. Os estudos destes autores indicam de forma clara a existência de uma relação positiva entre inflação e dividendos, embora como os próprios referem, a interpretação deste resultado

seja difícil, avançando com duas possíveis explicações para a presença desta relação. A primeira explicação incide sobre as decisões dos gestores, onde os mesmos podem atuar segundo uma ótica da existência de uma política de dividendos ótima em termos reais, resultando numa política de estabilização não do dividendo nominal, mas sim do dividendo real. A segunda explicação, pode passar simplesmente pelo aumento nominal dos resultados das empresas e consequentemente do pagamento de dividendos.

Previamente ao trabalho de 2011 relativamente ao setor empresarial norte americano, Basse (2009) realizou uma investigação semelhante para uma amostra de empresas australianas. Os resultados foram semelhantes aos indicados no posterior estudo de 2011, concluindo-se pela contribuição da inflação para o crescimento do pagamento de dividendos.

Jabłoński (2013) abordou a relação inflação-dividendos numa perspetiva de existência de taxas de inflação de dois dígitos. Nestes períodos, o autor conclui que as empresas tendem a diminuir ou mesmo a suspender o pagamento de dividendos, optando pelo reinvestimento desses valores retidos no desenvolvimento da empresa. As empresas tentam ultrapassar a questão da perda de valor real dos lucros gerados através do rápido reinvestimento desses valores, distribuir dividendos num cenário de inflação a elevadas taxas de dois dígitos causa uma significativa diminuição do valor real desses dividendos, inclusive pelo tempo decorrido desde a contabilização do resultado líquido até à data efetiva do pagamento da parte reservada aos dividendos. A mesma conclusão foi obtida por Tinashe (2014) com as respostas ao seu questionário por parte de vários executivos zimbabwianos a realçarem que não faz sentido distribuir dividendos quando o valor da moeda nacional é posto em causa pelo ambiente económico de hiperinflação.

Akyildirim, Güney, Rochet e Soner (2013) consideram um cenário diferente dos estudos mais recentes nesta área, considerando os lucros das empresas como estáveis e não tendo em conta o choque dos efeitos macroeconómicos nos resultados gerados. Estes autores olham para uma perspetiva diferente, analisando os efeitos da alteração das taxas de juro e dos custos de emissão de novo capital. Através dos resultados obtidos, concluíram que neste caso a distribuição de dividendos é superior quando as taxas de juro são elevadas, e que, em sentido contrário, distribuem-se menos dividendos quando os custos de emissão de novo capital é maior.

A introdução das variáveis macroeconómicas em estudos sobre determinantes da política de dividendos só agora começa a dar os passos iniciais, demonstrando algum relevo com o interesse de novos investigadores em estudar a potencial capacidade explicativa deste tipo de variáveis. Atualmente, os esforços existentes centram-se sobretudo na análise da inflação e seus efeitos, no entanto alguns autores começam a prestar atenção também no possível impacto das diversas taxas de juro, esperando-se que no futuro outras variáveis possam vir a ser analisadas.

4. Alternativa à distribuição de dividendos: recompra de ações

Alternativamente à remuneração acionista via pagamento de dividendos, as empresas podem optar pela distribuição de fundos através da recompra de ações, ou na nomenclatura anglo-saxónica *stock repurchases* ou *share-buybacks*. Farinha e Soro (2012) definem recompra de ações como o processo onde uma sociedade, geralmente cotada em bolsa, adquire um montante significativo de ações próprias até aí em posse dos seus acionistas, resultando este processo em dois resultados imediatos, a distribuição de rendimento aos acionistas e a diminuição da dispersão do capital da empresa em bolsa.

Estes autores afirmam que apesar da existência de uma variedade de métodos disponíveis, um procedimento de recompra de ações é normalmente realizado através de quatro principais modalidades:

Recompra de ações em mercado aberto: nesta modalidade o plano para a recompra de ações é previamente anunciado e consistem na aquisição gradual de ações em mercado aberto, cujo montante a adquirir e prazo de duração do procedimento não necessitam de estar antecipadamente estipulados.

Operação pública de recompra: contrariamente à opção anterior, numa operação pública de recompra, o enquadramento do mecanismo é definido previamente através da indicação do número de ações a adquirir, do preço a pagar e da duração da operação.

Leilão à holandesa: este sistema diverge da operação pública de recompra nos requisitos inicialmente indicados, na medida em que os gestores da empresa definem não um preço a pagar, mas sim um intervalo de preços para o qual estão dispostos a adquirir as ações. No final é definido um preço único, ao qual todas as ações serão adquiridas que depende da oferta acionista para cada nível de preços dentro do intervalo estipulado.

Opção de venda transferível: a empresa, neste método de recompra de ações, vende aos seus acionistas uma opção de venda com uma determinada maturidade. Estes tipos de títulos oferecem aos acionistas não só a possibilidade de exercer ou não a opção, vendendo assim à empresa a quantidade de ações correspondente, como a possibilidade de transacionar a opção diretamente no mercado.

Um processo de recompra de ações permite uma distribuição de rendimentos aos acionistas semelhante àquela realizada pelo típico pagamento anual de dividendos. No entanto, apesar de semelhantes, os dois procedimentos não são exatamente equivalentes

distinguindo-se em diversas características, de modo que é necessário ponderar e perceber quais os fatores que influenciam a decisão dos gestores sobre qual o método de distribuição de rendimentos aos acionistas a adotar.

O diferencial de tributação entre dividendos e ganhos de capital é um dos pontos mais abordados na diversa literatura explicativa desta tomada de decisão. Lie e Lie (1999) encontraram evidência empírica que suporta esta noção. Na presença de uma carga fiscal mais penalizadora de uma política de distribuição de dividendos, os gestores tendem a adotar um programa de recompra de ações ao longo do tempo. Esta tomada de posição é especialmente verificada nas sociedades com uma forte presença de acionistas institucionais, podendo-se afirmar que esses investidores exercem uma pressão mais significativa nos órgãos de gestão da empresa para estes incorporarem o efeito fiscal no seu processo de decisão política.

Grullon et al. (2002) defendem a substituíbilidade entre recompra de ações e distribuição de dividendos, afirmando que o efeito fiscal é um dos fatores que contribuem para uma cada vez maior crescente utilização por parte das empresas dos programas de recompra de ações face a uma política contínua de pagamento de dividendos. Os autores verificaram empiricamente a validade desta teoria de substituição ao observarem que o mercado não penaliza organizações que apresentem um corte nos dividendos entre períodos sucessivos, desde que as mesmas estejam comprometidas com um programa de recompra de ações.

Farinha e Soro (2012) assumem que o efeito fiscal possua uma significativa capacidade de explicação para esta substituição por parte de algumas empresas, de uma política de distribuição de dividendos por um programa de recompra de ações, afirmando, no entanto, que a evidência empírica não permite declarar este efeito como o de maior importância para a explicação desta substituíbilidade. Para os autores, em termos empíricos, a teoria fiscal deve ser considerada como um componente incluído num vasto conjunto de fatores explicativos e não como a variável determinante para a tomada de decisão entre estas duas formas de remuneração acionista.

Para além da teoria dos efeitos fiscais, a outra explicação mais utilizada nesta temática incide sobre a recompra de ações como ferramenta de sinalização da subavaliação das ações da empresa. A teoria da sinalização baseia-se na discrepância de informação existente entre os diferentes agentes económicos. Neste cenário, Jagannathan e Stephens (2003) consideram que os gestores, com mais informação relativa à sua empresa do que

os agentes externos, podem proceder à implementação de um plano de recompra de ações caso considerem que as ações da empresa se encontram subavaliadas no mercado. Outros autores, tais como Dann (1981), Vermaelen (1981) e Comment e Jarrel (1991), fundamentaram esta mesma opinião através de observações empíricas demonstrativas de aumentos do valor da ação após processos de recompra de ações em várias empresas. Comment e Jarrel (1991) reforçam, no entanto, a necessidade deste sinal ser credível, ou seja, deve estar associado à sinalização um determinado custo demasiado penalizador para as sociedades que emitam falsos sinais. Um exemplo de sinalização falseada ocorre em recompras de ações a prémios relativamente superiores à posterior valorização estimada, sinalizando uma subavaliação de maior grau do que a efetivamente existente. Nesta situação, um prémio excessivo pago pela recompra das ações resulta numa transferência de riqueza da empresa para os acionistas que venderam as suas ações e obtiveram um prémio sobreavaliado pelas mesmas, em contrapartida dos restantes acionistas da empresa cujo valor das ações detidas poderá cair para níveis inferiores aos observados anteriormente ao processo de recompra, como penalização do mercado pelo falso sinal emitido.

A literatura apresentada, na sua vasta maioria, defende a existência de um determinado grau de substituíbilidade entre estes dois conceitos, no entanto, existe uma vertente que defende tal como Jagannathan, Stephens e Weisbach (1999), não ser possível considerar dividendos e recompra de ações como substitutos. Os processos de recompra de ações apresentam uma maior volatilidade e uma forte variabilidade anexada aos ciclos económicos, sendo mais numerosos e de maior dimensão em fases de expansão. Por outro lado, uma política de distribuição de dividendos pauta-se normalmente por apresentar como característica principal uma tendência de estabilidade ao longo do tempo. Deste modo, apesar de não substituta dos dividendos, os autores referem que a recompra de ações tem vindo a afirmar-se como um importante mecanismo de remuneração acionista, nomeadamente nas empresas com cash-flows mais incertos, impossibilitadas de praticar por essa característica uma política de dividendos estável, optando assim em alternativa por esporádicos processos de recompra de ações.

5. Efeitos da crise financeira no comportamento dos agentes económicos

A crise financeira internacional de 2008, cujas repercussões se sentem até aos dias de hoje, é de forma universal considerada a maior crise desde a Grande Depressão americana de 1929. Caldas (2013), no seu estudo para o Comité Económico e Social Europeu e seguindo uma tendência verificada na imprensa especializada, denomina este período pós 2008 como de Grande Recessão, numa clara alusão à congénere americana do início do século XX, diferenciando a mesma das usuais recessões encontradas nos ciclos económicos.

Rebêlo (2010) afirma que apesar de ambas as crises possuírem a sua origem na maior potência económica mundial, os Estados Unidos da América, as suas causas são bastante diferentes. Em síntese, a Grande Depressão de 1929 foi o resultado de um grave desajustamento da oferta e da procura em termos agrícolas e industriais, onde a conciliação de um excesso de produção com a redução do consumo, nomeadamente em termos de exportações para uma Europa a recuperar da primeira guerra mundial, causou a rutura do setor empresarial americano aliado à queda do valor das ações em bolsa, originando por fim o grande *crash* bolsista de Outubro de 1929, cujas consequências económicas afetaram a população americana e mundial durante mais de uma década. O autor indica que a crise financeira internacional de 2008, por outro lado, iniciou-se sobretudo num sistema imobiliário norte americano desestruturado, assente na prática comum da hipoteca imobiliária para a obtenção de financiamento e numa concessão de crédito bastante facilitado para aquisições de imóveis a agentes com um histórico financeiro desaconselhável, onde consequentemente, o risco de incumprimento das suas obrigações financeiras era bastante elevado (crédito *subprime*). Este negócio hipotecário e imobiliário cresceu de tal modo que as empresas hipotecárias angariaram financiamento através de investidores bolsistas, de modo a garantir o contínuo fluxo de concessão deste tipo de crédito às famílias, evoluindo este comércio de tal modo que as hipotecas foram transformadas em títulos negociáveis no mercado bolsista, através de um processo de securitização. Bento, Machado e Leite (2009) explicam que todos estes acontecimentos originam a criação de uma bolha especulativa, o que embora não seja um acontecimento novo, neste caso distinguiu-se das restantes devido à dimensão que atingiu e às consequências da mesma após a sua explosão. Segundo estes autores, após o aumento das taxas de juro em 2005 por parte da Reserva Federal Americana como medida anti-inflacionista, o preço dos imóveis iniciou uma tendência de descida, as famílias de baixo

rendimento que obtiveram créditos de forma facilitada começaram a entrar em incumprimento para com as suas obrigações de crédito e deixaram de conseguir obter financiamento junto no mercado financeiro à medida que as expectativas dos agentes económicos se adaptavam à realidade. Este *default* generalizado viu as suas consequências exponenciadas devido aos derivados dos mesmos que se encontravam em negociação em bolsa, iniciando deste modo um problema financeiro local que através dos mercados bolsistas e dos investidores internacionais que apostaram neste tipo de título, contaminaram o resto do mundo contribuindo para o que autor denomina como o efeito-dominó desta crise, que aliado ao problema de falta de confiança no setor financeiro criado por todo este processo abalaram toda a estrutura financeira norte americana e mundial. Dependendo da região do globo, a crise financeira de 2008 evoluiu posteriormente para uma crise de dívida soberana em países altamente endividados, para uma crise económica e por fim para uma crise social, cujas consequências ainda se repercutem nos nossos dias.

Caldas (2013), relativamente à União Europeia, separa a crise em três diferentes fases:

Fase financeira (Março de 2008 a Dezembro de 2008), onde tal como no caso americano, o problema residia na estrutura do sistema financeiro e cuja maior preocupação das entidades responsáveis incidia na estabilização do mesmo.

Fase económica (Dezembro de 2008 a Fevereiro de 2010), consequência da recessão económica mundial resultante do início deste período de crise e onde a resposta governamental baseou-se no recurso a políticas orçamentais expansionistas de índole temporária de estimulação à economia.

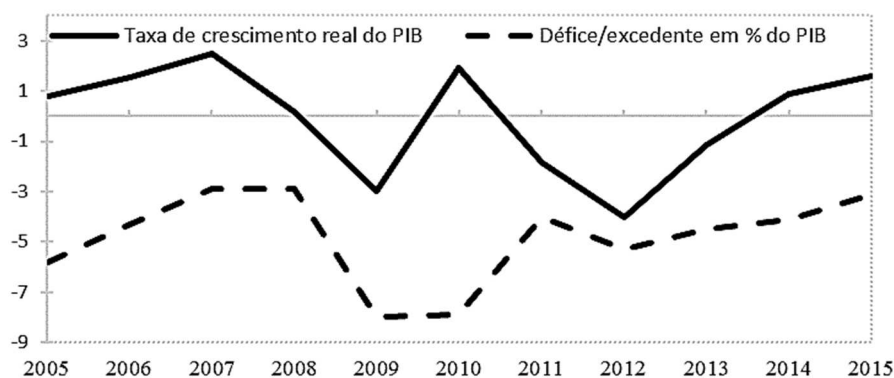
Fase orçamental (a partir de Fevereiro de 2010), onde se abandonam as políticas expansionistas e se focam os esforços na recuperação da estabilidade do Euro e na consolidação orçamental dos países da União.

O autor refere que as autoridades portuguesas atuaram sempre de acordo com as indicações europeias para cada uma das fases, implementando de forma quase direta nas medidas anticrise nacionais as políticas defendidas pelas autoridades europeias.

A crise financeira, embora tenha exercido um alcance global, a intensidade das suas consequências divergiu de país para país, dependendo dos seus sistemas políticos e governamentais, da composição do seu tecido empresarial e sobretudo da estrutura dos

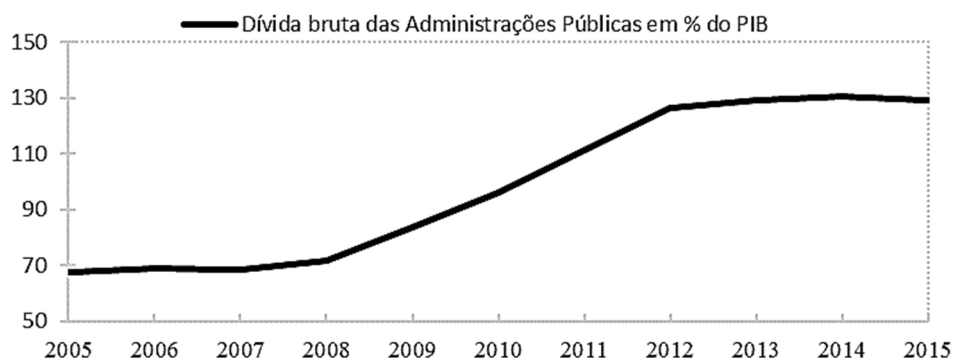
seus sistemas financeiros e da exposição dos mesmos às instituições inicialmente mais afetadas. Neste sentido, através da análise de uma coletânea de informação obtida representada graficamente, demonstram-se os efeitos sentidos na economia portuguesa e a alteração observada de comportamentos dos agentes económicos.

Gráfico 1. Taxa de crescimento real e défice em % do PIB português



Fonte: Elaboração própria com informação obtida na base de dados Pordata

Gráfico 2. Dívida bruta das Administrações Públicas em % do PIB



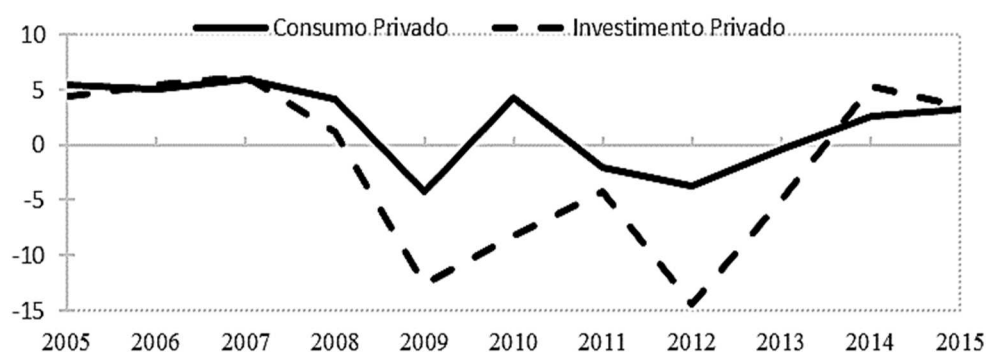
Fonte: Elaboração própria com informação obtida na base de dados Pordata

Através do gráfico 1 é possível visualizar que durante o período entre 2007 e 2009 o PIB português recuou cerca de 6 pontos percentuais, caracterizando-se por ser um período misto que engloba não só os efeitos imediatos da crise de 2008, mas também o ano imediatamente anterior onde as expetativas dos agentes económicos já antecipavam o cenário que se acabou por verificar. Nestes gráficos constata-se a existência para Portugal das três fases europeias da crise enunciadas por Caldas (2013). A fase financeira de 2008 analisada anteriormente, a fase económica posterior, onde Portugal seguiu as linhas orientadoras europeias, adotando um pacote de medidas anticrise baseadas numa política orçamental expansionista que efetivamente recuperou a atividade económica portuguesa para um pico de crescimento do PIB de 1,90% em 2010 à custa do agravar de um já

negativamente crónico défice orçamental da administração pública nacional para valores perto dos dois dígitos, acompanhado por um processo de acentuado aumento da dívida pública nacional . A partir de 2010, os objetivos europeus alteraram-se, priorizando a manutenção da estabilidade da moeda única e o controlo dos défices orçamentais dos estados-membros. Tal como no período anterior, os gráficos 1 e 2 demonstram que Portugal acompanhou esta alteração de estratégia europeia, invertendo a sua política orçamental de expansionista para restritiva, iniciando um processo de redução do défice público cujos valores atingiram os -8% em 2009 e 2010 para números mais perto dos aceitáveis para a União Europeia, de 3% em 2015. A recuperação orçamental efetuada teve o seu impacto no crescimento económico do país, observando-se uma queda de cerca de 6 pontos percentuais após a adoção das medidas orçamentais restritivas, atingindo um máximo de retrocesso económico de -4,03% em 2012, mas após o qual é possível observar o atenuar da crise e o início do processo de recuperação económica nacional. Uma das consequências desta crise e cujos efeitos serão de mais difícil resolução foi a quase duplicação da dívida pública num escasso período de 10 anos, apoiada segundo os dados de Portugal, em taxas de juro das obrigações do tesouro superiores a 10% em 2011 e 2012 e que apesar da dívida pública apresentar-se relativamente estável desde esse período, continua a demonstrar uma tendência de crescimento constante.

Verificado o comportamento dos organismos públicos face à crise financeira de 2008, observa-se agora a reação dos agentes económicos privados e de que maneira os seus padrões de comportamentos foram temporariamente alterados.

Gráfico 3. Taxa de crescimento anual para o Consumo e Investimento Privados

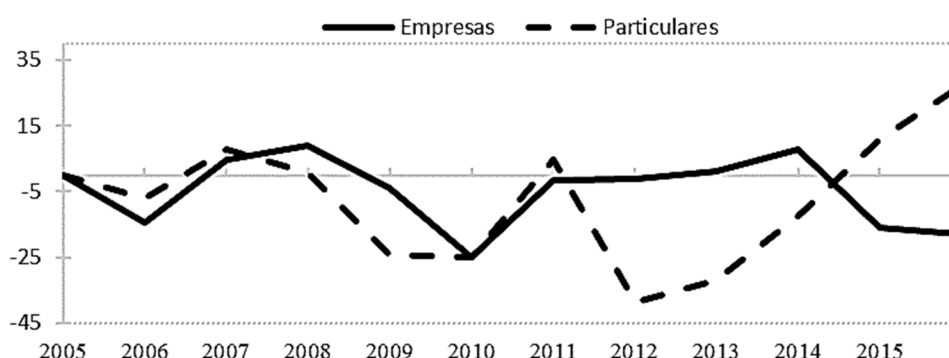


Fonte: Elaboração própria com informação obtida na base de dados Pordata

O gráfico 3 permite obter uma clara perceção da existência de um crescimento do consumo e investimento privados a uma taxa constante próxima de 5% que sofreu uma

quebra após o aparecimento dos primeiros sinais negativos e que se aprofundaram com a confirmação da crise financeira de 2008. O comportamento destas duas rubricas é bastante semelhante em termos do sinal de crescimento, observando um pequeno período de recuperação entre 2009 e 2010 com a implementação de medidas governamentais expansionistas, que rapidamente foi quebrado pela inversão destas mesmas políticas, entrando após o ano de 2012 num período de recuperação económica. Neste gráfico pode-se concluir pela maior volatilidade do investimento face ao consumo, com o impacto da crise financeira a provocar respostas e quebras mais intensas no investimento por parte das empresas do que no consumo das famílias. Este comportamento mais cauteloso das sociedades portuguesas, para além da conjuntura económica recessiva, deve-se também à dificuldade de financiamento sentida neste período demonstrada no gráfico seguinte, não permitindo a manutenção de disponibilidades monetárias e refletindo-se nos menores recursos alocados ao investimento.

Gráfico 4. Taxa de variação do montante de crédito concedido

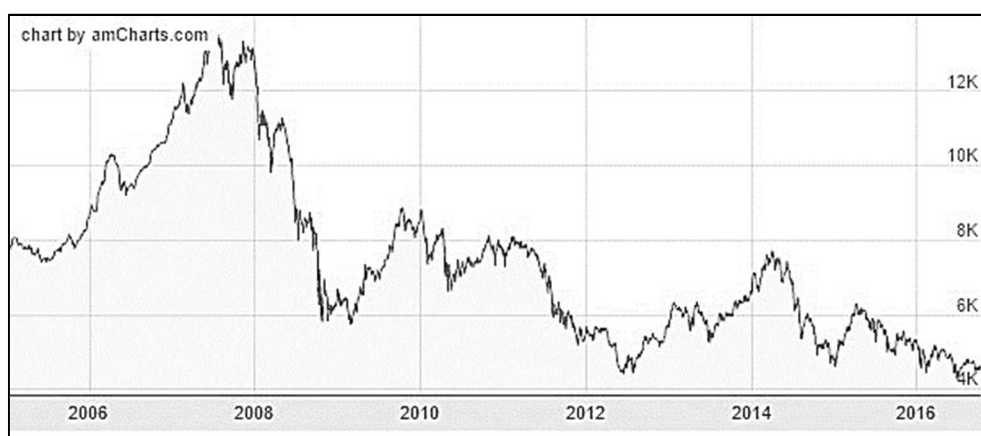


Fonte: Elaboração própria com informação obtida na base de dados Pordata

O setor bancário nacional, após a rutura do sistema financeiro americano e das dúvidas surgidas relativas às restantes estruturas internacionais, iniciou um processo de seleção mais criteriosa dos créditos concedidos. Apesar das empresas sentirem esta diminuição de liquidez, sobretudo no período imediatamente seguinte ao início da crise em 2008, foram os particulares os principais lesados da implementação das normas mais seletivas. Em 2012, o montante de crédito concedido a particulares regrediu cerca de 45% face ao ano anterior, demonstrando claramente a dificuldade de acesso ao crédito presente naquele período, contudo, a partir desse momento apresenta uma tendência de crescimento para valores superiores aos verificados antes da crise financeira.

Por fim, e observando o gráfico 5, observa-se que após um período de forte valorização bolsista, a crise financeira de 2008 provocou num período de apenas um ano, uma perda de cerca de metade do valor do principal índice bolsista português. A bolsa nacional ainda não conseguiu recuperar desta muito significativa rutura, apresentando uma evolução cíclica com tendência decrescente. Nesta ótica é possível indicar que os acionistas das principais empresas portuguesas foram dos agentes mais penalizados financeiramente, com uma considerável desvalorização do seu património imobiliário traduzida em elevadas perdas financeiras em caso de necessidade da alienação destes títulos.

Gráfico 5. Cotação do índice bolsista PSI-20



Fonte: Euronext

PARTE II – ESTUDO EMPÍRICO

Neste capítulo dedicado à realização do estudo empírico subordinado ao tema da política de dividendos em período de crise financeira, procedeu-se à estruturação do mesmo da seguinte forma: primeiramente serão definidos os objetivos do estudo, de seguida serão levantadas as hipóteses de trabalho, será identificada a amostra a incidir e as variáveis a testar com base na literatura previamente estudada, excetuando uma das variáveis que embora não seja observada na literatura existente faz sentido a sua introdução devido ao ambiente de crise financeira na qual se realizou este estudo. Consequentemente, no final será demonstrado o método de trabalho econométrico empregue e enunciados os resultados finais obtidos.

6. Objetivos do estudo empírico

A política de dividendos é uma área financeira onde apesar da forte investigação realizada a partir da segunda metade do século XX não existe consenso nas diversas teorias existentes. São vários os estudos com o objetivo de definir as variáveis mais determinantes para a definição da política de distribuição de dividendos, tendo sido realizados tanto a nível nacional como numa pluralidade de diferentes países. No entanto, tal como nas teorias apresentadas ao longo dos anos, os resultados têm sido contraditórios. Neste contexto pretende-se com este trabalho contribuir para o aprofundamento do conhecimento nesta área para o caso português, mas tendo em consideração as consequências da crise financeira despoletada em 2008 e os seus efeitos sobre a política de dividendos das empresas nacionais.

- I. Descobrir quais os principais fatores passíveis de serem qualificados como determinantes da política de dividendos por parte das empresas cotadas no principal índice da bolsa de valores de Lisboa (PSI-20).
- II. Identificar o impacto da crise financeira na alteração das determinantes da política de dividendos através de uma análise, pré, durante e pós-crise.
- III. Identificar variáveis macroeconómicas potencialmente determinantes, introduzindo assim uma componente pouco explorada em estudos anteriores.
- IV. Comparar os resultados obtidos neste estudo com as principais teorias referidas na revisão de literatura, averiguando a sua aplicabilidade neste trabalho.

7. Levantamento das hipóteses de trabalho

Tendo em conta os objetivos previamente enunciados, pretende-se com este trabalho testar as seguintes hipóteses:

H1: Existem fatores intrínsecos às empresas que afetam a decisão das empresas não financeiras cotadas no PSI20 relativamente à sua política de distribuição de dividendos.

H2: Existem fatores de índole macroeconómica com poder explicativo quanto à decisão sobre a política de dividendos das empresas não financeiras cotadas no PSI20.

H3: Espera-se uma rutura a nível das determinantes explicativas da política de dividendos das empresas não financeiras cotadas no PSI20 durante o período de crise financeira com o período imediatamente anterior e posterior.

H4: Supõe-se que durante o período de crise financeira, as empresas procurem seguir uma política de estabilidade dos dividendos.

8. Amostra e Dados

Para este trabalho a amostra utilizada incide sobre as empresas cotadas no principal índice da bolsa de valores de Lisboa, o PSI-20. Devido à dimensão reduzida do país e consequentemente do seu mercado interno, considerou-se para o estudo a utilização das empresas cotadas no PSI-20 devido ao seu peso na economia nacional e à sua diversidade a nível setorial, sendo deste modo, uma representação fiel do tecido empresarial distribuidor de dividendos em Portugal. Os critérios para a definição das empresas a incluir na amostra foram os seguintes:

- a) Não pertencer ao setor financeiro e terem estado cotadas no principal índice português de 2006 a 2015, ininterruptamente.
- b) Para este período de 10 anos, terem distribuído dividendos pelo menos durante um terço desse período (3 anos).
- c) Não terem sofrido estruturas, tanto a nível organizativo como a nível de negócio que alterem significativamente as condições da empresa, impossibilitando uma análise homogénea durante o período de teste.

A exclusão das empresas não financeiras no critério a) deve-se à especificidade inerente a este setor, resultando numa estrutura contabilística diferente dos demais setores, divergindo desse modo da homogeneidade pretendida em termos comparativos para a amostra. Esta linha de raciocínio é a seguida por diversos autores para estudos

semelhantes, entre os quais Benzinho (2004), Ribeiro e Villar (2012), Fernandes e Ribeiro (2013) e Almeida et al. (2014). O motivo para a inclusão do critério b) e c) possui o mesmo sentido do critério anterior, evitar o enviesamento dos resultados devido a construção de um painel de dados pouco coerente e comparativamente pouco homogêneo. Nesse âmbito, seguindo o realizado por Ferreira et al. (2010) e por Almeida et al. (2014), definiu-se critérios mínimos que garantam essas características de coerência e homogeneidade. Inicialmente, identificou-se as empresas cotadas no PSI-20 a 31 de dezembro de 2015, nas quais se aplicaram os critérios de inclusão previamente mencionados.

Quadro 1 – Amostra das empresas do PSI-20

PSI 20 - LISBOA / PORTUGAL			
Empresa	Setor	% (Peso)	Motivo exclusão
ALTRI SGPS	Bens e serviços industriais	2,13	
BCP	Setor bancário	7,59	Critério a.
BPI	Setor bancário	2,96	
CTT - Correios de Portugal	Bens e serviços industriais	8,25	Critério a.
EDP	Energia	12,32	
EDP RENOVAVÉIS	Energia	9,83	Critério a.
GALP ENERGIA	Setor petrolífero	14,59	
IMPRESA SGPS	Meios de comunicação	0,25	Critério b.
JERÓNIMO MARTINS SGPS	Retalho	13,26	
MOTA ENGIL	Materiais e construção	1,1	
NOS SGPS	Meios de comunicação	11,6	
PHAROL	Telecomunicações	0,91	Critério c.
THE NAVIGATOR COMPANY	Recursos básicos	5,15	
REN	Utilitários	3,32	Critério a.
SEMAPA	Recursos básicos	1,93	
SONAE	Retalho	4,56	
TEIXEIRA DUARTE	Materiais e construção	0,25	Critério a.

Fonte: Elaboração própria com informação obtida em www.euronext.com

Como pode ser observado, das 17 empresas iniciais que se encontravam cotadas em bolsa na data descrita, apenas 9 cumpriram todos os requisitos anteriormente mencionados. A maioria das empresas (5) foram excluídas por não cumprirem o requisito a), sendo destas 2 por serem sociedades financeiras, o caso do BCP e do BPI, e as restantes por não respeitarem o prazo de permanência no PSI-20 durante o período 2006 a 2015. Os CTT, a EDP Renováveis e a REN estrearam-se em bolsa e neste índice apenas em períodos posteriores a 2006, enquanto que a Teixeira Duarte, apesar de possuir as suas ações transacionadas no mercado durante todo o intervalo da amostra, não conseguiu, no entanto, permanecer no índice durante todo este período, verificando-se múltiplas

entradas e saídas do mesmo. Das empresas inicialmente avaliadas, apenas a IMPRESA SGPS não cumpriu o requisito b), sendo uma sociedade que cronicamente não renumera os acionistas via dividendos, praticando dessa forma uma política de não distribuição de dividendos. Quanto ao critério c), apenas a PHAROL, antigamente denominada de PT SGPS, passou por um processo de reestruturação profundo o suficiente para não ultrapassar o filtro realizado por este critério, devido à fusão com a empresa brasileira OI em 2013 e posterior compra da sociedade pela multinacional holandesa ALTICE. Estes processos alteraram significativamente a estrutura de ativos da empresa, motivo para qual a mesma foi excluída desta análise. Resumidamente, a amostra é composta por 9 sociedades não financeiras, com um peso relativo no PSI-20 à data de 31 de dezembro de 2015 de 66,6%.

Para a obtenção dos dados financeiros foram consultados os relatórios e contas de todas as empresas indicadas no quadro suma, para o período de 2005 a 2015, disponíveis nos *websites* institucionais das sociedades. Os dados relativos a variáveis macroeconómicas foram obtidos na base de dados online Pordata que para além de si própria utiliza como fontes estatísticas para as variáveis utilizadas neste estudo, dados fornecidos pelo Banco de Portugal e pelo Instituto Nacional de Estatística (INE).

O tratamento estatístico e a análise econométrica dos dados foram realizados através do software Eviews na sua versão 9.5, tendo pesado para a escolha por este programa a sua interface bastante adaptada à utilização de um tratamento por dados em painel, o qual foi utilizado neste estudo e que será explicado em capítulos posteriores.

9. Definição das Variáveis / Determinantes a testar

A escolha relativa à definição das variáveis a serem testadas como potenciais determinantes da política de dividendos das empresas presentes na amostra foi baseada principalmente em literatura recente, contendo estudos empíricos semelhantes, permitindo assim uma melhor comparação com os resultados produzidos por este trabalho e uma melhor perceção das possíveis ruturas que possam existir a nível das determinantes entre as diferentes fases temporais analisadas, o período pré, durante e pós-crise financeira. Neste capítulo não se pretende aprofundar a revisão bibliográfica relativa a esta temática, pois a mesma já se encontra realizada no capítulo 3 da primeira parte deste estudo, fatores determinantes da política de dividendos, e respetivos subcapítulos. O objetivo desta parte, utilizando da mesma forma a metodologia adotada por Galvão e

Santos (2015), é indicar dentro de cada grupo de fatores quais as variáveis propostas para teste neste estudo.

Variável dependente

Como variável dependente para este estudo a escolha incidiu sobre o rácio dividendo por ação, calculado através da divisão do montante de dividendos distribuídos relativos a um determinado ano e o número total de ações com direito a dividendos tal como o realizado nos trabalhos de Benzinho (2004), Ribeiro e Villar (2012) e Fernandes e Ribeiro (2013). A alternativa mais usual a este indicador é a utilização da variável *dividend payout*, no entanto, para o caso particular deste estudo empírico, cuja a amostra é constituída por empresas do PSI 20, este rácio possui como denominador o resultado líquido atribuível aos acionistas da empresa, excluindo assim o componente definido como interesses sem controlo. Esta subdivisão do resultado líquido nestes dois componentes e a sua variação ao longo do período da amostra poderá influenciar os resultados, divergindo do objetivo pretendido com esta análise, recaindo deste modo a opção de utilizar o montante de dividendos por ação como a variável dependente nas regressões a observar.

Estabilidade

Para averiguar o peso de uma potencial preferência das empresas cotadas no PSI20 pela prática de uma política de dividendos estável utilizou-se como indicador o montante de dividendos por ação distribuído no ano imediatamente anterior. A utilização desta variável foi inicialmente popularizada por Lintner (1956), surgindo como casos de utilização mais recentes os artigos de Fernandes e Ribeiro (2013) e Almeida et al (2014), esperando-se segundo a literatura revista, a existência de uma relação positiva com o rácio dividendos por ação.

Resultados e rendibilidade

Relativamente a este agregado de fatores optou-se por testar uma multiplicidade de variáveis, permitindo posteriormente escolher quais os indicadores que melhor se adaptam ao modelo a utilizar. Deste modo, definiu-se como potenciais determinantes os rácios resultado líquido por ação (Lintner, 1956; Salsa, 2010), rendibilidade operacional do ativo definido como a divisão do resultado líquido pelo total do ativo (Fama & French, 2001; DeAngelo et al., 2006; Galvão & Santos, 2015; Forti et al., 2015), o mesmo rácio mas neste caso tendo como numerador o resultado operacional (Salsa, 2010; Fernandes

& Ribeiro, 2013) e por fim a variável rendibilidade dos capitais próprios, calculada através da divisão do resultado líquido pelo valor da rubrica do capital próprio (Fama & French, 2001; DeAngelo et al., 2006; Galvão & Santos, 2015). Segundo os estudos existentes contendo a utilização deste tipo de indicadores espera-se um sinal positivo quanto à relação com a variável dependente.

Endividamento

A consideração deste fator expressou-se pela introdução de duas variáveis: o usual rácio de endividamento traduzido pelo rácio passivo dividido pelo total do ativo (DeAngelo et al., 2006; Salsa, 2010; Galvão & Santos, 2015) e pelo *debt to equity ratio* onde se substitui o ativo no denominador pelo montante de capitais próprios (Rozzef, 1982). Relativamente a este fator o sinal esperado na relação com a variável dependente é negativo.

Liquidez

A representação da componente liquidez nestes estudos é usualmente elaborada através do indicador de liquidez corrente obtido pela divisão entre o montante total de ativos correntes pelos passivos correntes (Ferreira et al, 2010; Acharya & Viswanthan, 2011; Forti et al., 2015). Como alternativa, considerou-se também o quadrado do mesmo rácio (Acharya et al., 2011; Forti et al., 2015). Entre estes rácios e o montante de dividendos por ação espera-se uma relação com sinal positivo.

Ciclo de vida

Não se pretende realizar um estudo focado neste tema e na política que o mesmo abrange, no entanto para modelizar uma regressão com uma boa capacidade explicativa da variável dependente decidiu-se introduzir, como indicadores refletivos desta teoria, a variável dimensão para o qual se utilizou como *proxy* o logaritmo natural do ativo total (Rozzef, 1982; Fernandes & Ribeiro, 2013; Forti et al., 2015) e a taxa de crescimento das vendas (Amidu & Abor, 2006; Salsa, 2010; Ribeiro & Villar, 2012; Fernandes & Ribeiro, 2013). Os resultados obtidos relativos a estas variáveis não são consensuais, desse modo é indeterminado o sinal esperado quanto à relação com a variável dependente.

Oportunidades de crescimento e investimento

As *proxys* representativas das oportunidades de crescimento e investimento são compostas por três diferentes rácios. O primeiro foi utilizado por Fama e French (2001), DeAngelo et al. (2006) e Galvão e Santos (2015), sendo definido pela subtração ao valor do ativo do valor contabilístico e de mercado dos capitais próprios, dividindo o montante obtido pelo próprio valor inicial do ativo. Alternativamente, Amidu e Abor (2006), Fernandes e Ribeiro (2013) e Forti et al. (2015) utilizaram o rácio *market-to-book*. Por fim, para a representação estatística das oportunidades de crescimento e investimento, Fama e French (2001), DeAngelo et al. (2006) e Galvão e Santos (2015) optaram pela colocação nos seus estudos da taxa de crescimento do ativo. Tal como para o agregado anterior, a divergência encontrada na literatura consultada não permite definir um sinal único para a relação destes indicadores com a variável dependente.

Macroeconómicas

Como referido anteriormente, o presente estudo pretende inovar dos demais, não somente na repartição do período da amostra em três diferentes fases, compreendendo o efeito da crise financeira na alteração das determinantes das políticas de dividendos, mas também através da introdução de fatores explicativos macroeconómicos, apenas recentemente explorados a nível internacional e ainda ignorados em termos nacionais. Neste cenário, decidiu-se testar duas potenciais variáveis macroeconómicas, sendo a primeira das quais a taxa de inflação baseada nos trabalhos de Basse (2009) e Basse e Reddeman (2011) para outros mercados internacionais. A segunda variável macroeconómica proposta para teste é a taxa de juro anual média dos depósitos a prazo das empresas nacionais e não encontra referências na literatura consultada, sendo assim primeiramente proposta neste estudo. A pertinência da introdução desta variável quando comparada com outras variáveis macroeconómicas deve-se ao ambiente de crise económico-financeira vivenciado no período estudado, o que potencialmente poderá alterar a visão dos gestores relativamente aos fundos gerados e disponíveis pela empresa. Relativamente à taxa de inflação os resultados existentes na literatura produzida fazem prever uma significância positiva com a variável independente, em contrapartida, devido à não existência de literatura relativa à taxa de juro indicada, não é possível indicar uma previsão do resultado esperado.

Quadro 2 – Variáveis a testar

VARIÁVEL DEPENDENTE				
Variável	Sigla	Cálculo	Sinal Esperado	Literatura
Dividendo por ação	DPA	$\frac{DD}{N}$		Benzinho (2004) ; Ribeiro e Villar (2012) ; Fernandes e Ribeiro (2013)
VARIÁVEIS INDEPENDENTES				
Dividendo por ação do ano anterior	DPA_1	$\frac{DD_{-1}}{N_{-1}}$	+	Lintner (1956) ; Fernandes e Ribeiro (2013) ; Almeida, Tavares e Pereira (2014)
Resultado líquido por ação	RLA	$\frac{RL}{N}$	+	Lintner (1957) ; Salsa (2010)
Rendibilidade operacional do ativo	ROA	$\frac{RL}{A}$	+	Fama e French (2001) ; DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) ; Galvão e Santos (2015) ; Forti, Peixoto e Alves (2015)
Rendibilidade operacional do ativo, via EBIT	ROAEBIT	$\frac{EBIT}{A}$	+	Salsa (2010) ; Fernandes e Ribeiro (2013)
Rendibilidade dos capitais próprios	ROE	$\frac{RL}{CP}$	+	Fama e French (2001) ; DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) ; Galvão e Santos (2015)
Endividamento	END	$\frac{P}{A}$	-	DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) ; Salsa (2010) ; Galvão e Santos (2015)
Debt to Equity Ratio	ENDCP	$\frac{P}{CP}$	-	Rozzef (1982)
Liquidez corrente	LIQ	$\frac{AC}{PC}$	+	Ferreira, Nakamura, Martin e Bastos (2010) ; Acharya e Viswanathan (2011) ; Forti, Peixoto e Alves (2015)
Liquidez corrente ²	LIQ ²	$\left(\frac{AC}{PC}\right)^2$	+	Acharya e Viswanathan (2011) ; Forti, Peixoto e Alves (2015)
Dimensão	DIM	$\ln(A)$	+/-	Rozzef (1982) ; Fernandes e Ribeiro (2013) ; Forti, Peixoto e Alves (2015)
Crescimento das Vendas	CVENDAS	$\frac{V - V_{n-1}}{V_{n-1}}$	+/-	Amidu e Abor (2006) ; Salsa (2010) ; Ribeiro e Villar (2012) ; Fernandes e Ribeiro (2013)
Oportunidades de crescimento / investimento	OPCRESC	$\frac{(A - CP) - VMCP}{A}$	+/-	Fama e French (2001) ; DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) ; Galvão e Santos (2015)
Rácio Market-to-Book	MTB	$\frac{VC}{VMCP}$	+/-	Amidu e Abor (2006) ; Fernandes e Ribeiro (2013) ; Forti, Peixoto e Alves (2015)
Crescimento do Ativo	CATIV	$\frac{A - A_{n-1}}{A_{n-1}}$	+/-	Fama e French (2001) ; DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) ; Galvão e Santos (2015)
Taxa de inflação em Portugal	INF		+	Basse (2009) ; Basse e Reddeman (2011)
Taxa de juro anual dos depósitos a prazo para empresas	TXJURO		?	

Fonte: Elaboração própria

10. Método de estimação

Neste estudo, para o tratamento dos dados obtidos a escolha do método de estimação empregue recaiu sobre a utilização de modelos com dados em painel. No estudo desta temática, principalmente nas décadas de 80, 90 e nos inícios deste novo século, os modelos testados utilizavam na sua grande maioria, dados puramente *cross-section*, onde a análise incidia em determinadas variáveis num dado momento no tempo, ou num período de tempo que mesmo não sendo um ponto exato possui um desfasamento não significativo, ou ainda em séries temporais onde os dados recolhidos respeitam uma sequência ao longo do período analisado (Woolridge, 2000). No entanto, na literatura mais recente, estas duas possibilidades descritas têm sido substituídas por modelos baseados em dados em painel. Segundo Woolridge (2002), um modelo com dados em painel agrega num só modelo as características intrínsecas aos dados em *cross-section* e de séries temporais. Este tipo de dados permite observar o comportamento de uma dada variável, no caso específico deste estudo para uma determinada empresa, num momento definido do período da amostra. Uma das vantagens principais da estimação com dados em painel para Marques (2000) centra-se no controlo da heterogeneidade individual, assumindo deste modo a existência de indivíduos com características diferenciadoras. Outras vantagens indicadas pelo mesmo autor são compostas pela maior quantidade de informação que é fornecida pelos dados em painel comparativamente aos dados em *cross-section* e às séries temporais, uma maior variabilidade dos dados resultante numa diminuição de uma potencial colinearidade entre as variáveis e numa estimação com um maior número de graus de liberdade e de maior eficiência.

A regressão utilizada através da incorporação de dados em painel pode ser definida do seguinte modo:

$$Y_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i,j} + \dots + \beta_n X_{ni,j} + u_{i,j}$$

Onde:

$Y_{i,j}$ é a variável dependente

X_1, \dots, X_n são as variáveis explicativas ou independentes

β_0 é a constante do modelo

β_1, \dots, β_n são os coeficientes associados a cada variável dependente

i denota os diferentes indivíduos/empresas em estudo

j indica o período de tempo em análise

u representa o termo residual

Em termos gerais, a estimação através de dados em painéis pode ser realizada através de três modelos principais: o modelo dos mínimos quadrados ordinários com dados em painel (OLS), o modelo com efeitos fixos (FE) e o modelo com efeitos aleatórios (RE). Segundo Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007) o objetivo da introdução de efeitos fixos num modelo de estimação deve-se à necessidade de controlar as variáveis omitidas associadas aos indivíduos/empresas que não possuem variabilidade ao longo do tempo, ou seja, assume-se que existem fatores não contemplados no modelo, variáveis de indivíduo em indivíduo, mas constantes no tempo. Segundo os mesmos autores, o modelo de efeitos aleatórios apenas difere das características associadas aos efeitos fixos no tratamento dado aos coeficientes. Enquanto que no primeiro modelo, os coeficientes são tratados como parâmetros fixos, no modelo RE os mesmos são trabalhados como variáveis aleatórias, considerando que os dados em análise foram obtidos através de uma amostra aleatória de uma população de indivíduos. Para este estudo empírico e dado as vantagens associadas ao mesmo, optou-se por adotar neste estudo a utilização de um modelo com dados em painel.

11. Resultados e Discussão

Este capítulo encontra-se subdividido em quatro diferentes partes. Na primeira, através da análise da matriz de correlação das variáveis independentes reduziremos o número de variáveis a incluir no modelo regressivo. Seguidamente serão demonstradas algumas estatísticas descritivas relativas à amostra em causa para cada uma das três diferentes fases do período temporal a ser analisado. Por fim, serão apresentados os resultados da estimação, explicando os passos até a regressão final ser escolhida, discutindo posteriormente os resultados alcançados.

Variáveis e correlação

Miloca e Conejo (2011) referem que na construção de um modelo baseado numa regressão linear é necessário verificar determinados pressupostos para certificar a qualidade e a eficiência do mesmo. Uma das questões que necessita de ser analisada é a dependência entre variáveis independentes, caso tais dependências sejam fortes, verificadas através de coeficientes de correlação elevados poderá existir um problema de multicolinearidade séria. A existência de multicolinearidade num modelo regressivo poderá afetar negativamente as estimativas dos coeficientes de regressão e enfraquecer em termos práticos a viabilidade e eficiência do modelo para os objetivos pretendidos.

Quadro 3 – Matriz de correlações de Pearson

Correlation Probability	CATV	CVENDAS	DIM	DPA_1	END	ENDCP	INF	LIQ	LIQ2	MTB	OPCRESC	RLA	ROA	ROAEBIT	ROE	TXJURO
CATV	1.00000															
CVENDAS	0.651098 0.0000	1.00000														
DIM	-0.147840 0.1649	-0.194246 0.0666	1.00000													
DPA_1	-0.123496 0.2238	-0.069662 0.5141	0.072712 0.4958	1.00000												
END	0.286143 0.0112	0.200660 0.0679	-0.146028 0.1696	-0.298148 0.0043	1.00000											
ENDCP	0.256206 0.0148	0.185447 0.0601	-0.320594 0.0021	-0.314115 0.0026	0.811871 0.0000	1.00000										
INF	0.188105 0.0758	0.201812 0.0565	-0.077618 0.4671	0.076542 0.5098	0.103334 0.3324	0.012730 0.9052	1.00000									
LIQ	-0.076226 0.4752	-0.124600 0.2420	-0.053049 0.6195	-0.511699 0.3913	-0.251653 0.0167	-0.251653 0.0167	0.062517 0.5883	1.00000								
LIQ2	-0.095577 0.3702	-0.133540 0.2096	-0.060561 0.5707	0.072238 0.4996	-0.548421 0.0000	-0.290459 0.0055	0.045517 0.6701	0.973002 0.0000	1.00000							
MTB	-0.178715 0.0919	-0.158996 0.1322	0.349331 0.0007	-0.141689 0.1828	-0.126599 0.2271	-0.175712 0.0576	0.031736 0.7665	0.159338 0.1335	0.108169 0.3102	1.00000						
OPCRESC	0.043453 0.6643	0.082523 0.4394	-0.255277 0.0152	0.256590 0.0111	-0.115940 0.2765	-0.126910 0.2259	0.074533 0.4651	-0.234601 0.0260	-0.181709 0.0865	-0.643736 0.0000	1.00000					
RLA	-0.048331 0.6510	0.035775 0.7378	0.033602 0.7532	0.357778 0.0005	-0.184680 0.0811	-0.298661 0.0062	0.019698 0.8538	0.218214 0.0398	0.195562 0.0647	0.110448 0.3000	0.038926 0.7164	1.00000				
ROA	-0.082276 0.4407	0.140633 0.1861	-0.181395 0.0671	0.441475 0.0000	-0.395134 0.0001	-0.410353 0.0001	0.139402 0.1901	0.110716 0.2989	0.122853 0.2487	-0.385161 0.0002	0.546110 0.0000	0.238400 0.0236	1.00000			
ROAEBIT	0.342833 0.0009	0.417521 0.0000	-0.304125 0.0036	0.057747 0.8898	-0.157968 0.1370	-0.220253 0.0370	0.213154 0.0437	0.033368 0.7549	0.054308 0.6112	-0.339844 0.0010	0.535764 0.0000	0.218941 0.0381	0.649049 0.0000	1.00000		
ROE	0.196638 0.0632	0.397975 0.0001	-0.297663 0.0044	0.186565 0.0686	0.170190 0.1098	-0.095099 0.9620	0.199567 0.0729	-0.124510 0.2423	-0.129658 0.2232	-0.442251 0.0000	0.386209 0.0002	0.166411 0.1170	0.654567 0.0000	0.575488 0.0000	1.00000	
TXJURO	0.228414 0.0304	0.196299 0.0637	-0.113482 0.2869	0.025402 0.8122	0.183285 0.0638	0.133141 0.2109	0.814013 0.0000	0.039676 0.7090	0.036734 0.7310	-0.096725 0.4163	0.131374 0.2171	-0.025179 0.8138	0.085039 0.3729	0.242783 0.0211	0.186965 0.0776	1.00000

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software Eviews v9.5

Neste sentido, pretende-se aplicar um filtro inicial às variáveis escolhidas como potenciais determinantes da política de dividendos, através da análise da já observada matriz de coeficientes de correlação de Pearson, decidindo entre variáveis em causa com correlações consideradas fortes (> 0.60), segundo a classificação elaborada por Franzblau (1958). Deste modo, é possível verificar a existência de fortes correlações significativamente estatísticas a 1% ($p\text{-value} < 0.01$), entre as variáveis crescimento do ativo e crescimento das vendas, entre as duas variáveis de endividamento definidas e igualmente nos indicadores escolhidos representativos do fator liquidez. Relativamente ao fator oportunidades de crescimento é necessário decidir entre a utilização do rácio indicado como OPCRESC e a variável *market-to-book*, verificando-se a necessidade de escolha da mesma forma para as três variáveis de rentabilidade (ROA, ROE e ROAEBIT) e para as duas variáveis macroeconómicas (inflação e taxa de juro dos depósitos a prazo empresariais). A multiplicidade de correlações encontrada era expectável, devido à inclusão de múltiplas variáveis semelhantes, cujo objetivo era refletir no modelo o peso de um mesmo fator. Neste sentido, foram estimados múltiplos modelos com cada uma das variáveis correlacionadas de forma individual, verificando deste modo a significância das mesmas, optando pela escolha das variáveis com melhor contribuição para a capacidade explicativa do modelo. A opção por este método de definição das variáveis, em alternativa à escolha direta de uma variável por cada fator testado, permite que estes mesmos fatores sejam representados no modelo pelas variáveis mais adequadas a esta amostra em particular, contribuindo para um modelo mais eficiente e de acordo com os objetivos propostos. Desta forma, as variáveis independentes a incluir no modelo a estimar no capítulo seguinte, são as seguintes:

Quadro 4 – Variáveis independentes finais a introduzir no modelo de estimação

VARIÁVEIS INDEPENDENTES		
Variável	Sigla	Sinal Esperado
Dividendo por ação do ano anterior	DPA_1	+
Resultado líquido por ação	RLA	+
Rendibilidade operacional do ativo	ROA	+
Endividamento	END	-
Liquidez corrente	LIQ	+
Dimensão	DIM	+/-
Crescimento das Vendas	CVENDAS	+/-
Oportunidades de crescimento / investimento	OPCRESC	+/-
Taxa de juro anual dos depósitos a prazo para empresas	TXJURO	?

Fonte: Elaboração própria

Estatísticas descritivas

Neste subcapítulo demonstram-se e analisam-se algumas estatísticas descritivas das variáveis introduzidas no modelo final a ser estimado e que estão indicadas na tabela supra. Não se pretende analisar em termos de uma estatística única para a totalidade do período da amostra, mas através de estatísticas representativas de cada um dos três períodos para qual a amostra foi dividida, o período prévio entre os anos de 2006 e 2008, os anos de maior impacto da crise financeira entre 2009 e 2012 e o período imediatamente posterior, onde se verificam sinais e indicadores socioeconómicos de recuperação. Neste sentido, as tabelas seguintes apresentam os valores estatísticos mais significativos para cada uma das fases.

Quadro 5 – Estatísticas descritivas para o período 2006-2008

2006-2008					
Estatística Variável	Nº observações	Média	Máximo	Mínimo	Desvio- Padrão
DPA	27	0.176407	0.500000	0.000000	0.138787
DPA_1	27	0.246641	1.340000	0.024000	0.265303
RLA	27	0.359177	1.054822	0.040000	0.298085
ROA	27	0.042661	0.143991	0.003729	0.032174
END	27	0.720186	0.922519	0.491601	0.127208
LIQ	27	1.124220	2.767745	0.426296	0.636891
DIM	27	15.08426	17.39192	13.55923	1.010732
CVENDAS	27	0.108855	0.950288	-0.331863	0.234317
OPCRESC	27	1.513741	-0.331863	0.888141	0.756287
TXJURO	27	0.043633	0.047800	0.037500	0.004513

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software Eviews v9.5

Quadro 6 - Estatísticas descritivas para o período 2009-2012

2009-2012					
Estatística Variável	Nº observações	Média	Máximo	Mínimo	Desvio- Padrão
DPA	36	0.149392	0.510000	0.000000	0.098946
DPA_1	36	0.137694	0.320000	0.000000	0.082554
RLA	36	0.372505	2.006476	-0.120000	0.423623
ROA	36	0.035704	0.078960	-0.009711	0.023250
END	36	0.732003	0.948567	0.456453	0.128619
LIQ	36	0.912678	1.665437	0.406079	0.326783
DIM	36	15.35558	17.56802	13.93198	1.004418
CVENDAS	36	0.091199	0.723973	-0.200786	0.176872
OPCRESC	36	1.271886	2.610758	0.802783	0.500554
TXJURO	36	0.029000	0.040600	0.017700	0.008297

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software Eviews v9.5

Quadro 7 - Estatísticas descritivas para o período 2013-2015

2013-2015					
Estatística Variável	Nº observações	Média	Máximo	Mínimo	Desvio- Padrão
DPA	27	0.244404	0.620000	0.034800	0.163816
DPA_1	27	0.204500	0.510000	0.025000	0.138501
RLA	27	0.412262	1.294244	0.062931	0.322423
ROA	27	0.036238	0.098437	-0.008969	0.026560
END	27	0.653618	0.864525	0.350660	0.123066
LIQ	27	1.107677	2.627746	0.424682	0.615477
DIM	27	15.45981	17.57375	13.99386	0.979057
CVENDAS	27	0.021581	0.202524	-0.138460	0.063572
OPCRESC	27	1.249309	2.430773	0.657114	0.405363
TXJURO	27	0.013733	0.020300	0.008000	0.005152

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software Eviews v9.5

Quadro 8 – Comparativo de estatísticas descritivas

Variável	2006-2008		2009-2012		2013-2015	
	Média	Desvio- Padrão	Média	Desvio- Padrão	Média	Desvio- Padrão
DPA	0.176407	0.138787	0.149392	0.098946	0.244404	0.163816
DPA_1	0.246641	0.265303	0.137694	0.082554	0.204500	0.138501
RLA	0.359177	0.298085	0.372505	0.423623	0.412262	0.322423
ROA	0.042661	0.032174	0.035704	0.023250	0.036238	0.026560
END	0.720186	0.127208	0.732003	0.128619	0.653618	0.123066
LIQ	1.124220	0.636891	0.912678	0.326783	1.107677	0.615477
DIM	15.08426	1.010732	15.35558	1.004418	15.45981	0.979057
CVENDAS	0.108855	0.234317	0.091199	0.176872	0.021581	0.063572
OPCRESC	1.513741	0.756287	1.271886	0.500554	1.249309	0.405363
TXJURO	0.043633	0.004513	0.029000	0.008297	0.013733	0.005152

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software Eviews v9.5

Com base nos quadros 5,6,7 e 8 é possível averiguar o comportamento de forma isolada das variáveis durante estas três diferentes fases analisadas. Em primeiro lugar, é possível visualizar que em termos médios, a variável dependente viu o seu valor diminuir 0,0376 euros por ação da primeira fase para o período de crise propriamente dita, mas apresentou no trajeto para a fase seguinte uma recuperação superior à perda verificada na primeira transição, atingindo em média um dividendo por ação de 0,244 euros, um valor cerca de 0,095 euros superior ao do período de crise e 0,0679 euros acima do distribuído de 2006 a 2008. Efetivamente, as empresas da amostra contiveram-se na remuneração acionista durante os anos em que a crise financeira mais se fez sentir em Portugal, recompensando no entanto os mesmos com um aumento médio de distribuição de dividendos após os

sinais de melhoria da economia portuguesa. Salienta-se também, que ao contrários das duas primeiras fases (2006-2012), onde existiram empresas que optaram por não distribuir dividendos em pelo menos um dos anos contidos em cada período específico, na terceira e última fase isso já não se verificou, pois todas as empresas consideradas na amostra distribuíram dividendos.

Em termos das variáveis dependentes, o efeito negativo da crise financeira pode ser em termos estatísticos, visualizado em algumas das variáveis consideradas. Apesar de um resultado líquido médio crescente durante todo o período da amostra, apresentou-se no entanto, uma maior volatilidade para o período intermédio, verificando-se um maior desvio-padrão e uma maior amplitude entre mínimo e máximo nesta fase. Pode-se verificar a ocorrência de pontos médios mínimos e máximos para a fase de crise financeira na variável indicadora da rentabilidade das empresas (ROA), onde nesta fase este indicador apresentou o seu valor médio mais baixo, ocorrendo a mesma situação para a variável liquidez e a existência de um ponto médio máximo para o endividamento. Verifica-se assim, o cenário micro e macroeconómico mais desfavorável que degradou os indicadores financeiros das maiores empresas nacionais, apresentando menores rentabilidades, níveis de liquidez corrente mais reduzidos e a necessidade de um aumento do nível de endividamento. Salienta-se também, o declive negativo constante durante todo o período da taxa de crescimento das vendas e do indicador das oportunidades de investimento e crescimento, variáveis que ao contrário das anteriormente descritivas ainda não conseguiram inverter a tendência decrescente na fase pós-crise. Como última nota, verifica-se a constante diminuição das taxas de juro dos depósitos a prazo praticadas às empresas nacionais, acompanhando o sentido das taxas de juro de referência do euro, reduzidas múltiplas vezes nos últimos anos com o objetivo de estimular a economia, tornando o investimento neste tipo de ativo financeiro menos vantajoso.

Resultados e discussão da estimação

A primeira etapa no processo de estimação do modelo regressivo incide no processo de escolha do melhor método de estimação. As alternativas válidas para o tratamento de dados em painel recaem no método OLS, com efeitos fixos (FE) ou com efeitos aleatórios (RE), sendo deste modo necessário efetuar um conjunto de testes estatísticos para auxiliar neste processo de decisão.

Inicialmente, para proceder à decisão entre a utilização de um modelo OLS ou de um modelo de efeitos fixos, realizou-se um teste F, incorporado como opção no programa estatístico Eviews.

Quadro 9 – Teste F para decisão entre modelo OLS ou com efeitos fixos

Effects Test	Statistic	d.f	Prob.
Cross-section F	0,835084	-8,72	0,5748
Cross-section Chi-square	7,985828	8	0,4349

Fonte: Resultados obtidos no software Eviews v9.5

A hipótese nula (H_0) que considera a existência de efeitos fixos significativos no modelo é claramente rejeitada com um p -value para a estatística F de 0,5748, muito superior a quaisquer níveis de significância que possam ser utilizados (1,5 e 10%). Neste sentido, pode-se afirmar que para o modelo não existem efeitos fixos significativos, preferindo-se desse modo o modelo OLS face a um modelo FE.

Para proceder a uma estimação com efeitos aleatórios é necessário que o número de indivíduos (dados *cross-section*) contidos na amostra seja superior ao número de variáveis independentes utilizadas na regressão. Com esta restrição não é possível proceder à estimação do nosso modelo com este particular tipo de efeito, devido à igualdade existente entre o número de empresas na amostra e o número de variáveis independentes utilizadas (9). No entanto, a gênese deste tipo de modelo baseia-se na obtenção dos dados através de uma amostra aleatória de uma população de indivíduos, algo que não se verifica neste estudo onde a população foi previamente definida (PSI-20) e as empresas não foram escolhidas aleatoriamente, mas através do cumprimento de uma série de requisitos.

Face aos testes efetuados e às características deste estudo, considerou-se o modelo dos mínimos quadrados ordinários (OLS) o mais indicado para proceder à estimação da regressão final deste estudo, contendo como variável dependente o dividendo por ação (DPA) e como variáveis independentes os indicadores referidos no quadro 2 utilizando o método em painel para acomodar os dados obtidos. O modelo alcançado é definido assim pela seguinte regressão:

$$DPA_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 DPA_{-1i,j} + \beta_2 RLA_{i,j} + \beta_3 ROA_{i,j} + \beta_4 END_{i,j} + \beta_5 LIQ_{i,j} \\ + \beta_6 DIM_{i,j} + \beta_7 CVENDAS_{i,j} + \beta_8 OPCRESC_{i,j} + \beta_9 TXJURO_{i,j} + u_{i,j}$$

O modelo foi estimado para quatro diferentes horizontes temporais, o período da amostra integral (2006-2015) e para cada uma das fases em estudo, pré-crise (2006-2008), crise (2009-2012) e pós-crise (2013-2015). Importa referir que todos os modelos são estimados através do método OLS com correção de White, precavendo potenciais problemas de heterocedasticidade que causariam a perda de eficiência dos estimadores OLS obtidos.

Relativamente ao período integral da amostra os resultados estimados são aqui apresentados:

Quadro 10 – Modelo OLS estimado para o período 2006-2015

OLS 2006-2015				
Variável	β	Desvio-Padrão	t-Statistic	p-value
C	-0.106431	0.151126	-0.704249	0.4833
DPA_1	0.220418	0.094845	2.323976	0.0227
RLA	0.142224	0.046814	3.038055	0.0032
ROA	-0.651227	0.650474	-1.001157	0.3198
END	-0.165809	0.103060	-1.608862	0.1116
LIQ	0.051283	0.026929	1.904390	0.0605
DIM	0.012494	0.006400	1.952290	0.0544
CVENDAS	0.051348	0.036990	1.388177	0.1689
OPCRESC	0.114621	0.027716	4.135620	0.0001
TXJURO	-2.205625	0.946934	-2.329227	0.0224
R ²	0.662255		F-statistic	17.42942
R ² ajustado	0.624258		Prob(F-statistic)	0.000000

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software Eviews v9.5

O modelo estimado apresenta um coeficiente de determinação (R^2) de valor 0,662255, ou seja, a variabilidade da variável dependente, dividendo por ação, é explicada em 66,23% pelo modelo definido e as variáveis explicativas escolhidas. Em termos do coeficiente de ajustamento (R^2 ajustado), o valor obtido de 0.624258 é ligeiramente inferior, no entanto aproximado do coeficiente de determinação obtido. A utilização do R^2 ajustado é especialmente útil na avaliação de modelos que tendem a utilizar múltiplas variáveis independentes com pouco poder explicativo, inflacionando assim o valor do coeficiente de determinação R^2 , algo que não acontece no coeficiente de ajustamento pois o mesmo penaliza a inclusão deste tipo de variáveis com reduzido valor explicativo. A obtenção de valores aproximados para estes coeficientes significa que apesar de existirem variáveis pouco significativas, não existem, no entanto, variáveis com poder explicativo

irrelevante, validando assim os fundamentos considerados para a escolha das variáveis a testar.

A hipótese da não significância conjunta do modelo é testada através da estatística F, cuja hipótese nula consiste em todos os coeficientes estimados possuírem um valor nulo e com a hipótese contrária a validar que pelo menos uma variável explicativa é diferente de zero, possuindo assim capacidade explicativa da variável dependente. A estatística $F=17,42942$ apresenta um *p-value* de 0, rejeitando-se deste modo H_0 e concluindo-se pela significância conjunta do modelo.

Para este horizonte temporal integral dos dados obtidos, verifica-se que 6 das 9 variáveis independentes são estatisticamente significativas a 10% (DPA_1, RLA, LIQ, DIM, OPCRESC E TXJURO), sendo destacadas a negrito na respetiva tabela. A preferência dos gestores pela manutenção de uma política de dividendos estável defendida por Lintner (1956) é validada neste modelo e para a totalidade do período de amostra. Efetivamente, a *proxy* escolhida para refletir essa estabilidade, o dividendo por ação distribuído no ano anterior, é estatisticamente significativa e relaciona-se positivamente com a variável dependente. Da mesma forma, o resultado estimado para o resultado líquido por ação respeita o observado anteriormente na literatura, sendo uma variável com significância estatística e de relação com sinal positivo. Em termos interpretativos, pode-se afirmar que, *ceteris paribus*, uma variação positiva de 1 euro no resultado líquido por ação num determinado período provoca um aumento do dividendo por ação distribuído nesse mesmo período em 14,2 cêntimos de euro. Relativamente às outras três variáveis significativas intrinsecamente relacionadas com as empresas, não se observa discrepâncias com a bibliografia existente. A variável liquidez apresenta um sinal positivo, confirmando a noção que maiores níveis de liquidez permitem uma maior alocação de fundos disponíveis para remunerar os acionistas, enquanto os indicadores de dimensão e de oportunidades de crescimento cuja previsão de sinal era incerta apresentaram ambos uma relação com a variável dependente positiva. O fator macroeconómico taxa de juro anual dos depósitos a prazo para as empresas, testado pela primeira vez em termos desta temática neste estudo, revela-se de significância estatística para a explicação do comportamento da variável dependente. Esta variável possui o coeficiente associado de maior valor em termos absolutos e o único entre as variáveis estatisticamente significantes com um sinal negativo. Interpretando este coeficiente, e tendo em conta a notação utilizada para expressar a taxa de juro, demonstra-se que, *ceteris*

paribus, uma variação de 1 ponto percentual nesta taxa de juro associada aos depósitos a prazos empresariais, implica uma redução de 2,21 cêntimos de euro nos dividendos por ação pagos. Verifica-se através deste resultado a aplicação do conceito económico de custo oportunidade e o *trade-off* associado às decisões financeiras tomadas, uma maior remuneração pelos fundos colocados neste tipo de depósitos oferecem uma outra alternativa aos gestores para alocarem os fundos disponíveis, podendo neste sentido influenciar a sua política de dividendos.

De seguida apresentam-se os resultados para cada uma das três fases em análise, oferecendo no final um comparativo elucidativo das determinantes explicativas encontradas e o seu comportamento ao longo do horizonte temporal.

Quadro 11 - Modelo OLS estimado para o período 2006-2008

OLS 2006-2008				
Variável	β	Desvio-Padrão	t-Statistic	p-value
C	-0.058230	0.527961	-0.110292	0.9135
DPA_1	0.187231	0.078816	2.375537	0.0296
RLA	0.261343	0.053732	4.863777	0.0001
ROA	-1.971307	0.661033	-2.982163	0.0084
END	-0.354375	0.177670	-1.994573	0.0624
LIQ	-0.013064	0.051129	-0.255516	0.8014
DIM	0.009146	0.015077	0.606580	0.5521
CVENDAS	0.050338	0.037092	1.357136	0.1925
OPCRESC	0.125030	0.040194	3.110665	0.0064
TXJURO	2.656091	3.303542	0.804013	0.4325
R ²	0.915333	F-statistic		20.42076
R ² ajustado	0.870509	Prob(F-statistic)		0.000000

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software EvIEWS v9.5

O modelo estimado para a primeira fase em análise, o período imediatamente anterior à fase de maior impacto da crise financeira, possui uma elevada capacidade explicativa da variabilidade dos dividendos por ação distribuídos, com um coeficiente de determinação superior a 90% (91,5%) e um coeficiente de ajustamento situado nos 87%. O *p-value* associado à estatística F valida a significância conjunta do modelo a um nível de significância de 1%. Em termos de significâncias individuais, para um nível de 10% pode-se considerar como determinantes da política de dividendos para este período, os dividendos por ação relativos ao ano anterior, o resultado líquido por ação do período, a rentabilidade do ativo, o nível de endividamento e o indicador das oportunidades de crescimento e investimento. A relação encontrada entre as variáveis explicativas e a

variável dependente segue a literatura considerada, excetuando a variável rendibilidade do ativo que apresenta um sinal negativo contrário ao expectável.

Quadro 12 – Modelo OLS estimado para o período 2009-2012

OLS		2009-2012		
Variável	β	Desvio-Padrão	t-Statistic	p-value
C	-0.146127	0.125268	-1.166512	0.2540
DPA_1	0.812430	0.226243	3.590964	0.0013
RLA	0.018345	0.033216	0.552288	0.5855
ROA	0.312902	0.656463	0.476648	0.6376
END	-0.042315	0.079044	-0.535336	0.5970
LIQ	-0.010513	0.044797	-0.234682	0.8163
DIM	0.007475	0.004821	1.550533	0.1331
CVENDAS	0.011983	0.049514	0.242016	0.8107
OPCRESC	0.043724	0.034066	1.283500	0.2106
TXJURO	1.197527	0.809340	1.479633	0.1510
R ²	0.737748		F-statistic	8.126815
R ² ajustado	0.646969		Prob(F-statistic)	0.000012

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software Eviews v9.5

Para o período de maior intensidade dos efeitos da crise financeira, o modelo apresenta um coeficiente de determinação e ajustamento de 73,77% e 64,69% respetivamente, mantendo da mesma forma uma significância conjunta do modelo a um nível de significância de 1%. Os resultados estimados demonstram uma rutura com o modelo anterior a nível dos potenciais determinantes, apresentando para esta fase apenas a variável dividendo por ação do ano anterior, indicadora da tomada de uma política de estabilidade de dividendos como estatisticamente significativa e com capacidade de explicação da variável dependente. Em período de crise financeira, os gestores segundo este modelo parecem secundarizar a maioria das variáveis consideradas normalmente como determinantes, priorizando a manutenção de uma política de dividendos estável pouco penalizadora dos acionistas e da imagem da empresa para o exterior. Esta ideia pode ser reforçada tendo em conta, por exemplo, variáveis que foram consideradas determinantes para o período anterior de 2006-2008 e que como pode ser visualizado através das estatísticas descritivas já analisadas neste estudo, apresentaram um agravamento neste período de crise. Nesta situação encontram-se as variáveis indicativas da rendibilidade, do endividamento e das oportunidades de crescimento e endividamento que apresentaram neste período resultados inferiores aos observados anteriormente, no entanto, esta alteração não obteve um grande impacto na variável dependente porque as

mesmas deixaram de possuir significância estatística, perdendo o seu estatuto de determinantes, reforçando assim a posição de que os gestores preferiram adotar uma posição de defesa da estabilidade da distribuição de dividendos.

Quadro 13 – Modelo OLS estimado para o período 2013-2015

OLS		2013-2015		
Variável	β	Desvio-Padrão	t-Statistic	p-value
C	-0.417975	0.294605	-1.418767	0.1740
DPA_1	0.084796	0.223465	0.379459	0.7090
RLA	0.219276	0.072384	3.029335	0.0076
ROA	1.357013	0.692231	1.960347	0.0666
END	-0.141212	0.147755	-0.955722	0.3526
LIQ	0.089063	0.028210	3.157160	0.0058
DIM	0.028166	0.016038	1.756221	0.0970
CVENDAS	0.087743	0.179158	0.489754	0.6306
OPCRESC	0.135272	0.092992	1.454669	0.1640
TXJURO	-7.807255	3.749819	-2.082035	0.0528
R ²	0.841749		F-statistic	10.04716
R ² ajustado	0.757970		Prob(F-statistic)	0.000032

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software Eviews v9.5

Para o período representativo dos anos de recuperação pós-crise financeira, o modelo estimado apresenta novamente elevados níveis de capacidade explicativa, com um coeficiente de determinação de 84,17% e um coeficiente de ajustamento situado nos 75,79%. O *p-value* para a estatística F obtido valida a significância conjunta do modelo, rejeitando a hipótese nula de todos os coeficientes serem iguais a zero a um nível de significância de 1%. A nível de determinantes e após a rutura verificada no período anterior, volta-se a observar a existência de vários fatores com contribuição para a capacidade explicativa do modelo. As variáveis estatisticamente significativas, o resultado líquido por ação, a rentabilidade do ativo, a liquidez corrente, a dimensão das empresas e a taxa de juro anual dos depósitos a prazo empresariais revelam sinais indicativos da sua relação com a variável dependente de acordo com a literatura referida anteriormente. A alteração mais substancial neste modelo face aos anteriores é a perda de significância da variável dividendos por ação do ano anterior. Com ajuda das estatísticas descritivas anteriores é possível visualizar que o dividendo por ação médio distribuído nesta fase de recuperação apresentou um crescimento de 63,6% relativamente ao período de crise financeira e de 38,5% comparativamente à fase inicial, podendo deste modo ser encontrada uma possível explicação para a perda de significância desta variável, na opção

dos gestores por recompensarem os acionistas pelas menores remunerações obtidas no período anterior, transmitindo assim um sinal positivo para o mercado.

Quadro 14 – Determinantes da política de dividendos por horizonte temporal

Variável	2006-2008	2009-2012	2013-2015	2006-2015
DPA_1	✓	✓		✓
RLA	✓		✓	✓
ROA	✓		✓	
END	✓			
LIQ			✓	✓
DIM			✓	✓
CVENDAS				
OPCRESC	✓			✓
TXJURO			✓	✓
R ²	0.915333	0.737748	0.841749	0.662255
R ² ajustado	0.870509	0.646969	0.757970	0.624258
F-statistic	20.42076	8.126815	10.04716	17.42942
Prob(F-statistic)	0.000000	0.000012	0.000032	0.000000

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtidos no software Eviews v9.5

Na tabela 11 realizou-se uma seleção por período das determinantes explicativas da política de dividendos das empresas do PSI-20 incluídas na amostra para os diferentes períodos entre 2006-2015. Em termos estatísticos, pode-se confirmar que todas as regressões estimadas possuem significância conjunta a um nível de 1% e que não existem coeficientes de determinação e de ajustamento inferiores a 60%, comprovando deste modo a qualidade explicativa dos modelos. Relativamente às variáveis testadas, apenas a taxa de crescimento anual das vendas não se apresentou como significativamente estatística em nenhum dos períodos testados. As variáveis liquidez, dimensão e taxa de juro dos depósitos a prazo empresariais podem ser consideradas determinantes para a generalidade do horizonte temporal e para o período de recuperação económica em contrapartida com a variável endividamento, que apenas possui significância estatística para a primeira fase e o indicador das oportunidades de crescimento e investimento que para além da primeira fase também pode ser considerado determinante do modelo geral. A variável rendibilidade do ativo, apesar de não deter significância estatística individual para o modelo que testa o período da amostra integralmente, possui capacidade explicativa para a primeira fase e para o período de recuperação pós-crise financeira. As duas variáveis consideradas determinantes da política de dividendos num maior número de fases são o dividendo por ação do ano anterior e o resultado líquido por ação do

período. O RLA apenas não pode ser considerado como determinante para a fase de maior impacto da crise financeira enquanto o DPA_1 apenas não possui poder explicativo na fase de recuperação económica. Como referido anteriormente, esta variável é a única das variáveis testadas que pode ser considerada determinante para o período de crise financeira. Esta crise alterou de forma clara os fatores tidos em conta pelos gestores para a definição da política de dividendos das suas empresas, passando-se de uma tomada de decisão onde múltiplos indicadores eram considerados, para uma política onde o principal objetivo é a manutenção da estabilidade dos dividendos, defendendo os acionistas de uma quebra acentuada na sua remuneração e evitando a transmissão de uma mensagem negativa ao exterior relativa à condição económico-financeira da empresa. Este comportamento atípico restringiu-se ao período de maior efeito da crise financeira, apresentando-se na fase posterior de recuperação económica um regresso à normalidade, com uma política de dividendos novamente baseada em múltiplas determinantes.

CONCLUSÃO

Com esta dissertação pretendia-se, enquanto objetivo principal, apurar quais os fatores determinantes da política de dividendos das empresas portuguesas cotadas no PSI-20. Para um estudo diferenciador relativamente a trabalhos anteriores observou-se o período 2006-2015, analisando desse modo um espaço temporal que permite observar o comportamento do dividendo por ação durante o período de crise económica e nos anos imediatamente anteriores e posteriores, verificando desta forma se ocorreram alterações nas potenciais variáveis determinantes, resultantes da crise financeira.

Relativamente à revisão da literatura efetuada, confirmou-se a noção de *dividend puzzle* introduzida por Black (1976). A política de dividendos é uma matéria que desperta o interesse de vários estudiosos há várias décadas, formulando-se inúmeras teorias explicativas da mesma e realizando-se vários estudos empíricos com o objetivo, tal como o nosso, de perceber quais as determinantes que efetivamente influenciam as decisões dos gestores neste âmbito. No entanto, atualmente continua a utilizar-se esse conceito de *puzzle* dos dividendos, pois passados 40 anos dessa referência, ainda não existem consensos nesta área, com múltiplas conclusões contraditórias entre os diferentes autores.

Quanto ao estudo empírico, após a estimação do modelo econométrico, nenhuma das quatro hipóteses inicialmente formuladas foram rejeitadas. Os resultados permitem concluir que as variáveis intrínsecas às empresas: dividendo por ação do ano anterior, resultado líquido, rendibilidade do ativo, endividamento, liquidez, dimensão e as oportunidades de crescimento são determinantes da política de dividendos, em pelo menos um dos períodos analisados. As variáveis indicadoras da estabilidade e dos resultados apresentaram, tal como a literatura indicava, uma relação positiva com o pagamento dos dividendos. Por outro lado, em termos da rendibilidade verificou-se uma alteração do sinal na passagem do período anterior à crise, onde apresentava uma relação negativa com a variável dependente não consistente com a maioria dos autores consultados, para um sinal positivo no período posterior à crise. Esta sinalização inicial negativa pode encontrar explicação na retórica defendida por Salsa (2010), afirmando que maiores índices de rendibilidade se traduzem em maiores capacidades de investimento, o que por sua vez irá aumentar a apetência dos gestores para a alocação de fundos nas oportunidades que surjam, podendo reduzir os meios disponíveis distribuíveis aos acionistas. O impacto observado do endividamento e da liquidez é igualmente consistente com o esperado, concluindo-se que quanto maior o nível de endividamento das empresas, menor o montante de dividendos por elas distribuídos e que, em sentido contrário,

elevados graus de liquidez, traduzem-se em maiores disponibilidades financeiras e numa maior capacidade de aumento do montante de dividendos pago. As oportunidades de crescimento e investimento obtiveram resultados bastante contraditórios em estudos anteriores, no entanto para esta amostra e para os dois períodos em que apresentaram significância é possível verificar que possuem um impacto positivo neste tipo de remuneração acionista.

Da mesma forma, também se observou que a taxa de juro dos depósitos a prazo empresariais pode ser considerada uma determinante macroeconómica explicativa do dividendo por ação quando analisado todo o espaço temporal (2006-2015) e o período de recuperação da crise financeira (2013-2015). Apesar de não existirem antecedentes literários da utilização desta variável, o sinal negativo observado é compatível com a racionalidade económica. O aumento das taxas de juro e os respetivos benefícios daí retirados representam uma alternativa à alocação de fundos existentes que pode assumir uma maior importância que a distribuição de rendimento aos acionistas, dependendo da situação da empresa e dos objetivos da gestão.

Por fim, pode-se observar que o período de crise financeira (2009-2012) provocou uma rutura a nível dos determinantes da política de dividendos. Durante esse período, apenas a variável DPA_1 possuiu significância estatística, enquanto nos períodos anterior e posterior foram 5 os indicadores encontrados e para a globalidade do período analisado são 6 as variáveis passíveis de serem classificadas como determinantes. Esta rutura observada é consistente com a tomada de uma política de estabilidade de dividendos por parte dos gestores das empresas. Em tempos de dificuldade económica, os indicadores económico-financeiros empresariais tendem a apresentar resultados menos positivos, no entanto, segundo o nosso modelo, esta alteração das variáveis não se traduz num impacto na decisão da definição da política de dividendos. Nestes períodos, os gestores secundarizam essas variáveis, que anteriormente eram determinantes, em prestação de uma remuneração acionista estável.

Na elaboração desta dissertação, a principal limitação encontrada consistiu na falta de informação financeira para anos anteriores a 2006, mesmo para uma amostra de grandes empresas cotadas em bolsa. Esta dificuldade da obtenção desses dados não permitiu um estudo em que a fase prévia ao período de crise financeira fosse mais alargada, prevenindo a contabilização nesta fase de alguns efeitos resultantes das expectativas negativas que

começaram a surgir nos anos imediatamente anteriores ao início propriamente dito da crise financeira de 2008.

Em termos de linhas de investigação futuras, sugere-se a adoção desta metodologia utilizada para o conjunto de economias denominado como PIGS, referentes a Portugal, Itália, Grécia e Espanha, com problemas económico-financeiros muito semelhantes, agravados por este período de crise. A elaboração de um estudo englobando a totalidade destas economias, ou analisando individualmente uma ou mais delas possibilitando a comparação com os resultados aqui obtidos, permitiria verificar se o impacto da crise financeira nas determinantes da política de dividendos destas economias foi homogéneo e se a manutenção de uma política de dividendos estável é a maior preocupação dos gestores nestes países com conjunturas económicas mais frágeis.

Referências Bibliográficas

- Acharya, V., & Viswanathan, S. (2011). Leverage, Moral Hazard, and Liquidity. *The Journal of Finance*, 66, nº1, 99-138.
- Ahmed, I. (2015). Liquidity, Profitability and the Dividends Payout Policy. *World Review of Business Research*, 5, nº2, 73-85.
- Akyildirim, E., Güney, I., Rochet, J., & Soner, H. (2013). Optimal Dividend Policy with Random Interest Rates. *Swiss Finance Institute Research Paper No. 13-14*.
Obtido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2245638
- Allen, F., Bernardo, A., & Welch, I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, 55, nº6, 2499-2536.
- Alli, K., Khan, Q., & Ramirez, G. (1993). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis. *The Financial Review*, 28, nº4, 523-547.
- Al-Malkawi, H.-A., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9, 171-197.
- Almeida, L., Tavares, F., & Pereira, E. (2014). Determinantes da politica de dividendos em Portugal. *Revista Universo Contábil*, 10, nº4, 162-181.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7, nº2, 136-145.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 59, nº3, 1125-116.
- Basse, T. (2009). Dividend Policy and Inflation In Australia: Results From Cointegration Tests. *International Journal of Business and Management*, 4, nº6, 13-16.
- Basse, T., & Reddemann, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*, 37, 34-46
- Bena, J., & Hanousek, J. (2008). *Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic* (Vol. 58).

- Bento, V., Machado, J., & Leite, A. (2009). A crise financeira e económica internacional. *Relações Internacionais*.
- Benyasrisawat, P., & Basiruddin, R. (2012). Debt, Equity and Dividend. *Executive Journal*, 61-69.
- Benzinho, J. (2004). The dividend policy of the Portuguese corporations: Evidence from Euronext Lisbon. *MPRA Paper n° 1137*. ISCAC - IP Coimbra. Obtido de <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/1137/>
- Bernheim, B. (1991). Tax Policy and the Dividend Puzzle. *The RAND Journal of Economics*, 22, n°4, 455-476.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10, n°1, 259-270.
- Bishop, S., Crapp, H., Faff, R., & Twite, G. (2000). *Corporate Finance*. Sydney: Prentice Hall Inc.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Brennan, M. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23, 417-427.
- Brown, J., Liang, N., & Weisbener, S. (2004). Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut. *Journal of Finance*, 62, 1935-1965.
- Caldas, J. (2013). *O Impacto das Medidas Anti-crise e a Situação Social e de Emprego em Portugal*. Comité Económico e Social Europeu.
- Comment, R., & Jarrel, G. (1991). The Relative Signaling Power of Dutch Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases. *Journal of Finance*, 46, n°4, 1243-1271.
- Dann, L. (1981). Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders. *Journal of Financial Economics*, 9, 113-138.

- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Duarte, P., Lamounier, W., & Takamatsu, R. (2007). Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, (pp. 1-15).
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Elton, E., & Gruber, M. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *Review of Economics and Statistics*, 52, 68-74.
- Euronext. (2016). Obtido em Setembro de 2016, de <http://www.bolsadelisboa.com.pt/products/indices/PTING0200002-XLIS>
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing Dividends: Changing firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Finance*, 60, 3-43.
- Farinha, J., & Soro, M. (2012). *Dividendos e recompra de ações: da teoria à prática*. Porto: Vida Económica - Editorial S.A.
- Farrar, D., & Selwyn, L. (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, 444-454.
- Fernandes, D., & Ribeiro, A. (2013). Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras do EURONEXT LISBON. *Estudos do Isca*, Série IV - nº7.
- Ferreira, J., Nakamura, W., Martin, D., & Bastos, D. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na BOVESPA. *FACEF PESQUISA*, 13, nº2, 190-203.
- Forti, C., Peixoto, F., & Alves, D. (2015). Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26, nº68, 167-180.
- Franzblau, A. (1958). *A primer of statistics for non-statisticians*. Oxford: Harcourt Brace.

- Galvão, K., & Santos, J. (2015). Dividend policy and its determinants: emphasizing the lack of consensus. *Revista da FAE*, 18, nº1, 52-69.
- Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8-14.
- Gordon, M. T. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *The Review of Economic and Statistics*, 41, nº2, 99-105.
- Graham, J., & Kumar, A. (2006). Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors. *The Journal of Finance*, 3, 1305-1336.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75, nº3, 387-424.
- Gup, B., & Agrawal, P. (1996). The product life cycle: a paradigm for understanding financial management. *Financial Practice and Education*, Outono/Inverno, 41-48.
- Igan, D., de Paula, A., & Pinheiro, M. (2010). Liquidity and Dividend Policy. *MPRA Paper* 29409. Obtido de https://mpra.ub.uni-muenchen.de/29409/1/MPRA_paper_29409.pdf
- Jabbouri, I., Satt, H., & Farooq, O. (2014). Cost of Debt and Dividend Policy: Evidence from Mena Region. *European Scientific Journal*, 1, 511-525.
- Jabłoński, L. (2013). The Influence of Inflation on the Real Value of Paid Out Dividends on the Warsaw Stock Exchange in the Years 2000–2012. *Annals of the Alexandru Ioan Cuza University - Economics*, 60, 134-147.
- Jagannathan, M., & Stephens, C. (2003). Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs. *Financial Management*, 32, nº2, 71-91.
- Jagannathan, M., Stephens, C., & Weisbach, M. (1999). Financial Flexibility and The Choice Between Dividends and Stock Repurchases. *SSRN*. Obtido de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.148548>
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash-Flows, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.

- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, nº4, 305-360.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40, nº4, 1053-1070.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47, nº2, 263-292.
- Kawano, L. (2011). Taxes and Financial Portfolio Choices: Evidence from the Tax Rate Reductions of the 2001 and 2003 Tax Acts. SSRN. Obtido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1746022
- Kinkki, S. (2001). Dividend Puzzle - A Review of Dividend Theories. *Liiketaloudellinen aikakauskirja*, 58-97.
- Kumar, B., & Waheed, K. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from GCC Market. *Accounting and Finance Research*, 4, nº1, 17-29.
- Lang, H., & Litzenberger, R. (1989). Dividend Announcements: Cash-Flow Signalling vs Free Cash-Flow Hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24, 181-191.
- Lie, E., & Lie, H. (1999). The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34, nº4, 533-552.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*, 46, nº2, 97-113.
- Marques, L. (2000). *Modelos Dinâmicos com Dados em Pannel: revisão de literatura*. Porto: CEMPRE
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Finance*, nº40, 1031-1051.
- Miloca, S., & Conejo, P. (2011). Multicolinearidade em Modelos de Regressão. XXII SEMANA ACADÊMICA DA MATEMÁTICA.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48, 261-297.

- Modigliani, F., & Miller, M. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34, nº4, 411-433.
- Pordata-Base de Dados Portugal Contemporâneo. (2016). Obtido em Setembro de 2016, de www.pordata.com
- Rebêlo, F. (2010). Crise financeira de 2008: a intervenção do estado no domínio. *Revista da SJRJ*, 17, nº28, 69-79.
- Ribeiro, A., & Villar, M. (2012). Determinantes da Política de Dividendos: Evidência Empírica para as Empresas não Financeiras Cotadas na Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9, 15-25.
- Ribeiro, M. (2004). *O efeito sinalizador dos dividendos*. Obtido de UFP, Biblioteca digital: <http://bdigital.ufp.pt/bitstream/10284/617/1/111-119FCHS2004-12.pdf>
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5, 249-259.
- Salsa, M. L. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Encontros científicos - Tourism & Management Studies*, nº6, 162-174.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1984). Explaining Investor Preference for Cash Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13, 253-282.
- Smith, D. (2011). *Dividends and Dividends Policy: Chapter 8*. John Wiley & Sons.
- Stiglitz, J. (1983). Some aspects of Taxation on Capital Gains. *Journal of Public Economics*, 21, 257-296.
- Thaler, R., & Shefrin, H. (1981). An Economic Theory of Self-Control. *Journal of Political Economy*, 89, nº2, 392-406.
- Tillier, M. (2013). *What Is A Dividend?* Obtido em 04 de 2016, de Nasdaq: <http://www.nasdaq.com/article/what-is-a-dividend-cm269103>
- Tinashe, C. (2014). Dividend Policy in an Inflationary Environment. The Case of Dividend Paying Firms Listed on the Zimbabwe Stock Exchange, (2006 to 2012). *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 3, nº5, 89-95.

Vermaelen, T. (1991). Common Stock Repurchases and Market Signalling. *Journal of Financial Economics*, 9, 139-183.

Vieira, E., Pinho, C., & Leite, S. (2013). Reação do mercado ao anúncio de dividendos: Evidência em países europeus. *Estudos do ISCA - Série IV - Nº5*, Série IV - nº5.

Wooldridge, J. (2000). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. South-Western Cengage Learning.

Woolridge, J. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press.

Relatórios e Contas

Altri SGPS. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://www.altri.pt/pt/investors/reports-and-presentations/>

EDP. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://www.edp.pt/pt/investidores/publicacoes/relatorioecontas/Pages/RelatorioeContas.aspx>

Galp Energia. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://www.galpenergia.com/PT/INVESTIDOR/RELATORIOS-E-RESULTADOS/RELATORIOS-ANUAIS/Paginas/Arquivo-de-relatorios-anuais.aspx>

Impresa SGPS. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://www.impresa.pt/investor/relatorios-e-contas>

Jerónimo Martins SGPS. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://www.jeronimomartins.pt/investidor/relatorios.aspx?lang=en>

Mota Engil. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://www.mota-engil.pt/Investidores/Informacoes-Financeiras>

NOS SGPS. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://www.nos.pt/institucional/EN/investors/nos-in-numbers/Pages/results.aspx>

Pharol. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://pharol.pt/pt-pt/informacao-financeira/relatorios/Paginas/2015.aspx>

Semapa. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://www.semapa.pt/pt-pt/demonstracoes-financeiras>

Sonae SGPS. Relatórios e Contas. Obtido em Setembro de 2016, de <https://www.sonae.pt/pt/investidores/informacao-financeira/dados-financeiros/>

The Navigator Company. Relatórios e Contas. Obtido em Agosto de 2016, de <http://www.thenavigatorcompany.com/Investidores/Informacao-Financeira>